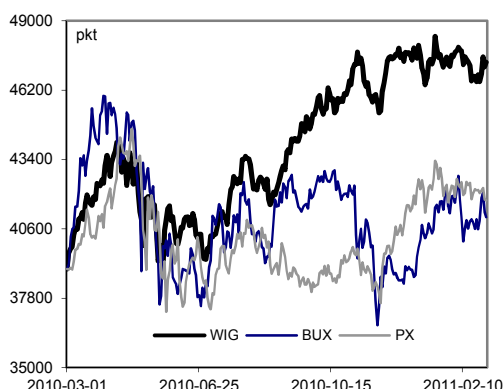


3 marca 2011


Rynek akcji
Makroekonomia

WIG	47 326
Średnie P/E 2011	13,3
Średnie P/E 2012	11,2
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	922 mln PLN

WIG na tle indeksów w regionie



Zespół Analiz:

Michał Marczak
(+48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

Iza Rokicka
(+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl

Kamil Kliszcz
(+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Piotr Grzybowski
(+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl

Maciej Stokłosa
(+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl

Jakub Szkopek
(48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl

Gabriela Borowska
(48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl

Komentarz makroekonomiczny

Makroekonomiści BRE Banku

Opracowanie cykliczne

Przegląd miesięczny

Marzec 2011

Rynek akcji

W marcu oczekujemy podobnego scenariusza dla GPW do obserwowanego w lutym. Każde zejście indeksu (dla WIG20 test 2550 pkt.) powinno być wykorzystywane do kupna akcji, przed wejściem rynku w średnioterminowy trend wzrostowy (wybicie z obecnej konsolidacji).

Ze spółek

Banki. Uważamy, że dynamicznie rosnący 3M WIBOR od początku roku oraz pierwsze sygnały popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw, sprzyjają perspektywom sektora bankowego. Naszymi preferowanymi ekspozycjami pozostają PKO BP, Kredyt Bank oraz Getin Holding.

Paliwa. Ceny ropy napędzane czynnikami geopolitycznymi powodują presję na marże i koszty zużycia własnych w rafineriach, spodziewamy się więc słabych wyników wg LIFO w Orlenie i Lotosie w 1Q. Akcje PGNiG powinny natomiast znaleźć wsparcie w publikowanych wynikach za 4Q.

Energetyka. Słabsze od konsensusu prognozy Zarządu CEZ oraz brak wzrostów cen energii w Europie nie budują dobrego sentymentu do spółek w regionie. Na tym tle pozytywnie powinien wyróżniać się Tauron, szczególnie biorąc pod uwagę przecenę z początku roku.

Telekomunikacja. TP rozczarowała wynikami, ale przed nami decyzja ws. dopłaty do usługi powszechnej i sprzedaż Emitela.

Media. Najatrakcyjniejszą spółką z sektora nadal pozostaje naszym zdaniem Agora. Po spadkach odnotowanych w ostatnich tygodniach potencjał wzrostowy pojawił się również w przypadku TVN i Cinema City. W przypadku Cyfrowego Polsatu w marcu negatywnie na notowania może przekładać się jeszcze korekta składu indeksu WIG20

Informatyczne. Wśród integratorów potencjał wzrostowy widzimy w Sygnyty i Asseco Poland. Z dystrybutorów IT najatrakcyjniejszymi inwestycjami są w tej chwili AB i Action. Spadek notowań Asbisu zdyskontował według nas negatywne rozczarowanie wynikami i prognozą Zarządu.

Górnictwo i metale. Droga ropa uderza w spekulacje na metalach, wysokie ceny miedzi uruchamiają substytucję i kolejne projekty górnicze (podaż), zalecamy sprzedaż akcji KGHM.

Przemysł. Po bardzo dobrych wynikach podtrzymujemy pozytywne nastawienie do akcji Impexmetal. Ostatnie spadki akcji Centrum Klima sprawiają, że Spółka staje się całkiem ciekawym celem inwestycyjnym.

Budownictwo. Potencjał spadkowy spółek z branży budowlanej powoli wyczerpuje się. Naszym faworytem w sektorze pozostaje Mostostal Warszawa. Pozytywnie oceniamy też Rafako i Polimex Mostostal.

Deweloperzy. Zalecamy przeważanie sektora deweloperskiego. Pozytywnie oceniamy perspektywy deweloperów mieszkaniowych i komercyjnych. Liczymy na wzrost sprzedaży na rynku pierwotnym i spadek stóp kapitalizacji dla obiektów komercyjnych.

Handel. Wyniki 4Q 2010 spółek jak dotąd były zgodne z oczekiwaniami. 1Q nie jest zwykle kluczowy dla spółek detalicznych, więc poza finalnymi decyzjami w sferze przejęć i fuzji (Emperia, Eurocash, Gino Rossi) nie spodziewamy się istotnych wiadomości dla spółek z branży.

Rekomendacje. W raporcie miesięcznym podwyższamy rekomendację dla spółek: Centrum Klima (Kupuj), Cinema City (Akumuluj), Elektrobudowa (Akumuluj), Enea (Trzymaj), Pekao (Trzymaj), Vistula (Trzymaj), obniżamy zalecenie inwestycyjne dla spółek: Ciech (Akumuluj), Getin (Trzymaj), Millennium (Redukuj), Polimex Mostostal (Akumuluj), Ulma CP (Trzymaj) oraz zawieszamy rekomendację dla Mondii.

Spis treści

1. Rynek akcji	4
2. Makroekonomia	7
3. Aktualne rekomendacje DI BRE	10
4. Statystyki rekomendacji	11
5. Sektor finansowy	12
5.1. BZ WBK	14
5.2. Getin	16
5.3. Handlowy	18
5.4. ING BSK	20
5.5. Kredyt Bank	21
5.6. Millennium	22
5.7. Pekao	23
5.8. PKO BP	24
5.9. PZU	25
6. Paliwa, chemia	27
6.1. Ciech	28
6.2. Lotos	30
6.3. PGNiG	32
6.4. PKN Orlen	34
6.5. Police	36
6.6. ZA Puławy	37
7. Energetyka	39
7.1. CEZ	40
7.2. Enea	42
7.3. PGE	43
7.4. Tauron	44
8. Telekomunikacja	45
8.1. Netia	44
8.2. TP SA	47
9. Media	48
9.1. Agora	49
9.2. Cinema City	51
9.3. Cyfrowy Polsat	52
9.4. TVN	53
10. IT	55
10.1. AB	56
10.2. Action	57
10.3. ASBIS	58
10.4. Asseco Poland	60
10.5. ComArch	62
10.6. Komputronik	63
10.7. Sygnity	64
11. Górnictwo i metale	66
11.1. KGHM	66
11.2. LW Bogdanka	67
12. Przemysł	68
12.1. Astarta	70
12.2. Centrum Klima	72
12.3. Cersanit	74
12.4. Famur	75
12.5. Impexmetal	77
12.6. Kernel	79
12.7. Kęty	81
12.8. Kopex	83
12.9. Mondi	84
13. Budownictwo	86
13.1. Budimex	88
13.2. Elektrobudowa	90
13.3. Erbud	91
13.4. Mostostal Warszawa	92
13.5. PBG	93
13.6. Polimex Mostostal	94
13.7. Rafako	96
13.8. Trakcja Polska	97
13.9. Ulma Construcccion Polska	98
13.10. Unibep	99
13.11. ZUE	100



14. Deweloperzy	101
14.1. BBI Development	102
14.2. Dom Development	104
14.3. GTC	105
14.4. J.W. Construction.....	106
14.5. P.A. Nova.....	107
14.6. Polnord	108
14.7. Robyg	109
15. Handel	110
15.1. Emperia Holding	114
15.2. Eurocash	115
15.3. LPP	117
15.4. NG2	118
15.5. Vistula	120

Rynek akcji

Luty, WIG i WIG20 zamknęły na poziomach zbliżonych do końca poprzedniego miesiąca, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami (*W perspektywie najbliższego miesiąca (..) można oczekiwać lokalnej korekty na indeksach (zasięg 5-8%), którą inwestorzy powinni wykorzystać do dalszego akumulowania akcji w perspektywie całorocznej. Indeksy powinny zamknąć miesiąc na poziomach zbliżonych do zamknięcia styczniowego*). Tym samym indeksy GPW pozostają w trendzie bocznym, który trwa już od października 2010 (WIG20: od 1.11.2010: +2,2%). Częściowo przyczyną jest projekt rządu dotyczący OFE (pierwsze czytanie projektu rządowego w Sejmie odbędzie się 16 marca), ale naszym zdaniem głównym powodem jest słabe zachowanie indeksów większości Emerging Markets, ze szczególnym uwzględnieniem największych rynków, tj. Chin (-2,2% od października) oraz Brazylii (-4,8%). Dynamiczne wzrosty (+25,5%) dotyczą jedynie rynku rosyjskiego, którego wartość opiera się na cenach surowców a szczególnie ropy naftowej. Zdecydowanie lepsze stopy wzrostu notują w tym czasie indeksy krajów rozwiniętych: S&P500 (+11%), DAX (+9%) czy nawet Japonia (+14%), co można tłumaczyć dobrymi danymi makro w tych krajach (konjunktura w przemyśle, poprawiający się rynek pracy, pierwsze oznaki poprawy sytuacji na rynku nieruchomości), przy nadal niskiej presji inflacyjnej. Większość rynków wschodzących weszła w fazę podwyżek stóp procentowych, co zapoczątkowało również korektę na rynku akcji w EM.

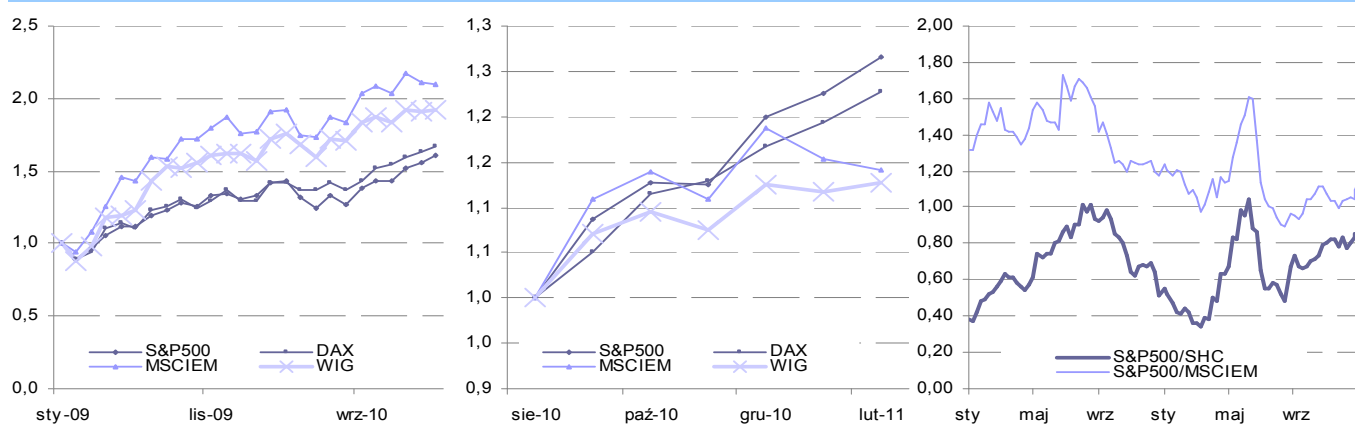
W marcu oczekujemy podobnego scenariusza dla GPW do obserwowanego w lutym. Każde zejście indeksu (dla WIG20 test 2550 pkt.) powinno być wykorzystywane do kupna akcji, przed wejściem rynku w średnioterminowy trend wzrostowy (wybicie z obecnej konsolidacji).

Indeksy rynków rozwiniętych a EM

Rozszerzający się konflikt w krajach Afryki Północnej wpływa obecnie na wzrost cen ropy naftowej, która osiągnęła poziom 100 USD/bbl. W pierwszej fazie konfliktu (Tunezja) miał miejsce również wzrost cen metali przemysłowych, jednak wraz z rozszerzeniem się rewolucji na kraje produkujące ropę pojawiły się obawy, że dalszy wzrost cen paliw będzie negatywnie wpływał na tempo światowego wzrostu gospodarczego, szczególnie Chin i tak borykających się z rosnącą presją inflacyjną i nadal chłodzących gospodarkę (kolejne podwyżki stóp procentowych i stopy rezerw obowiązkowych w bankach).

Przy ocenie zachowania się indeksów EM należy pamiętać, że w całej sekwencji wzrostowej

Wzrost wartości wybranych indeksów giełdowych (I,ś) oraz relacja P/E dla S&P500 i indeksami z rynków EM



Źródło: Bloomberg

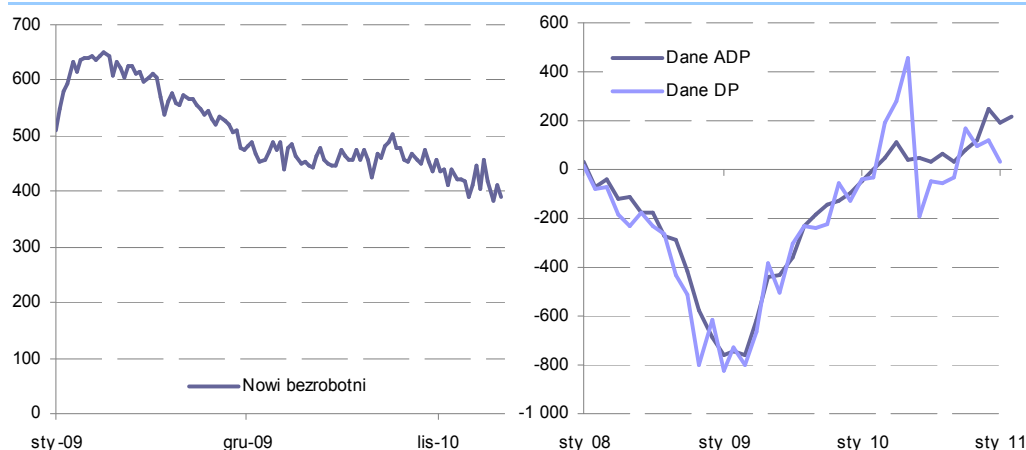
nadal notują one wyższą stopę wzrostu (109%) niż rynki rozwinięte (67%), co częściowo może uzasadniać ich obecnie słabsze zachowanie. Średnie P/E (dane za ostatnie 12M) dla S&P500 i DAX wynosi odpowiednio 15,6 i 14,5. P/E dla indeksu MSCI EM to 13,6 a dla SH Comp. 18,5. Historycznie relacja (iloraz) P/E dla S&P500 a SHC oscylowała w przedziale 0,4-1,0, co oznacza, że obecny poziom 0,84 można uznać za zachęcający do kupna akcji w Szanghaju (niska premia do wycen). W przypadku indeksu MSCI EM relacja ta jest na dosyć niskim poziomie, wskazującym, że inwestorzy oczekują coraz mniejszej premii w wycenie spółek z rynków EM (jest to również spowodowane malejącym udziałem w indeksie spółek surowcowych, co do zasady notowanych przy niskich wskaźnikach).

Pozytywne sygnały z USA (kluczowe dla podtrzymania cyklu wzrostowego)

W strategii rocznej zakładaliśmy, że w 2011 roku nastąpi przełom na amerykańskim rynku pracy. Jak na razie dane za pierwsze dwa miesiące roku wskazują, że sytuacja poprawia się

jednak tempo zmian jest nadal słabe. Liczba wniosków o zasiłek dla nowych bezrobotnych oscyluje na poziomie 400 tys. z niewielką tendencją spadkową. Tygodniowy czas pracy ustabilizował się na poziomie 33,5 godziny. W dalszym ciągu dane z Departamentu Pracy są istotnie niższe niż wskazania ADP, które od trzech miesięcy raportuje, że w gospodarce przybywa ok. 200 tys. (217 tys. w odczycie lutowym) nowych miejsc pracy a to poziom przy którym stopa bezrobocia powinna spadać. Jeśli dane te potwierdzi w najbliższych miesiącach Departament Pracy, oczekiwany przełom stanie się faktem. Pozytywnym sygnałem są tu również dane napływające z ISM dla przemysłu, który w lutym w składowej opisującej zatrudnienie w przemyśle notuje największe wzrosty od ponad dwudziestu lat. Umiarkowanie pozytywne sygnały płyną również z amerykańskiego rynku nieruchomości,

Liczba nowych bezrobotnych (I) i nowe miejsca pracy w USA



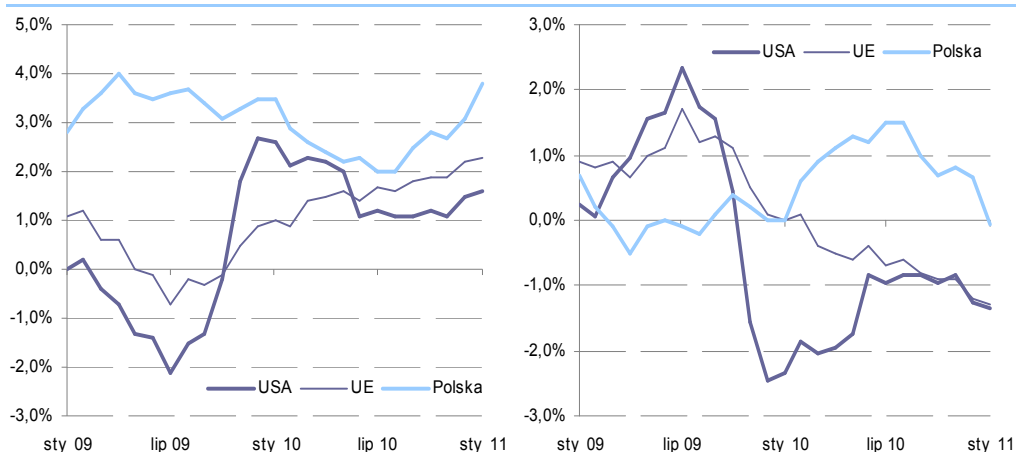
Źródło: Bloomberg

Wprawdzie liczba rozpoczynanych budów, czy sprzedaż nowych domów nadal oscyluje na bardzo niskich poziomach to podaż mieszkań dostępnych na rynku systematycznie obniża się. W styczniu 2011 osiągnęła poziom 3,38 mln, tj. była niższa niż pół roku wcześniej o 737 tys. Nadpodaż obniża się w stałym tempie ok. 150 tys. domów miesięcznie. Jeżeli zostanie ono utrzymane to w drugiej połowie bieżącego roku (3Q) liczba niesprzedanych domów powinna osiągnąć poziom (2,5-2,3 mln) od którego można oczekiwać ożywienia na rynku pierwotnym (najpierw wzrost liczby pozwoleń na budowę i liczby rozpoczynanych budów – obecnie <600k, średnia 40-letnia 1,5 mln) a to z kolei istotny element rynku pracy.

Wzrost inflacji ryzykiem dla Strefy Euro

Jak na razie inflacja nie jest problemem w USA, co pozwala oczekiwać, że w najbliższych tygodniach FED nie powinien niczym zaskoczyć rynku, to coraz bardziej niepokoić może wzrost CPI w UE – szczególnie w kontekście nierównomiernie rozkładającej się kondycji poszczególnych gospodarek. W styczniu CPI w UE osiągnął poziom 2,3%, najwyższy od 2008 roku. Przy nadal niskich stopach utrzymywanych przez ECB (1%) powoduje to dosyć szybki wzrost ujemnej realnej stopy procentowej. Ewentualne podwyżki stóp przez ECB nie powinny zaszkodzić dynamicznemu wzrostowi gospodarczemu w Niemczech, to jednak mogą być problemem dla słabszych krajów Strefy Euro (PIIGS), co w dalszej części roku może wywoływać kolejne turbulencje związane z deficytami w tych krajach i ich zadłużeniem. Podczas gdy w Niemczech w ostatnich 12 miesiącach stopa bezrobocia obniżyła się o 0,7pp. (do 7,4%), to w Grecji wzrosła o 2,6pp. (13,9%), Hiszpanii o 1,5pp. (20,3%) a Portugalii o 1pp. (11,1%).

Inflacja CPI i realne stopy procentowe w USA, UE i Polsce



Źródło: Bloomberg

Sezon wyników trwa

Jak dotąd wyniki spółek za 4Q można określić jako zbliżone do oczekiwań, tj. nie ma już efektu pozytywnych zaskoczeń jak miało to miejsce w poprzednich kwartałach (należy jednak pamiętać, że gro spółek nie publikowała jeszcze swoich raportów). Na plus wysuwają się przede wszystkim banki (Millennium, BZ WBK) oraz spółki chemiczne (Police, Puławy). To sektory, których przeważanie rekomendujemy w całym 2011 roku. Pozytywne zaskoczenie miało również miejsce w sektorze budowlanym (Budimex, Polimex-Mostostal), chociaż tu również nie obyło się bez rozczarowań (Erbud, Mostostal Zabrze, PolAqua). W większości dobre wyniki raportują także spółki przemysłowe (Mondi Świecie, Impexmetal, Seco Warwick) oraz handel (Emperia, Gino Rossi), chociaż tu konsensus w ostatnich miesiącach istotnie się obniżył. Pozostałe sektory raportują zyski zbliżone do naszych oczekiwań.

Michał Marczak
(48 22) 697 47 38
michal.marczak@dibre.com.pl

Makroekonomia

Sprzedaż detaliczna

W styczniu roczna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się do 5,8% z 12,0% zanotowanych w grudniu 2010.

Zasadniczy powód spadku dynamiki sprzedaży w styczniu to przełożenie zakupów dóbr trwałych na grudzień w związku z wprowadzeniem wyższego VAT od stycznia i likwidacją ulgi na samochody z kratką (szczególnie widoczny w kategorii pojazdy mechaniczne, gdzie zanotowano spadek dynamiki z 38,6% do -4,1% r/r oraz w kategorii pozostałe obejmującej między innymi supermarkety budowlane) i zerowa różnica w liczbie dni roboczych. Dynamika sprzedaży w wielu kategoriach (np. odzież i obuwie, meble RTV i AGD oraz leki i kosmetyki) utrzymała się lub wzrosła w porównaniu do grudnia. Po wyłączeniu żywności, paliw i samochodów dynamika sprzedaży jest od kilku miesięcy bardzo stabilna i zbliżona do 10% r/r. Perspektywy dla sprzedaży detalicznej ze względu na poprawę sytuacji na rynku pracy (wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia) pozostają dobre. Po odwróceniu efektów substytucyjnych dynamika roczna sprzedaży powinna być w kolejnych miesiącach zbliżona do 8-10% r/r.

Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu 2011 roku o 10,3% w ujęciu rocznym. Tym samym oczekiwany przez nas efekt związany z przeszacowaniem próbki statystycznej nie wystąpił. Podstawową determinantą produkcji przemysłowej stał się ubytek dni roboczych (brak różnicy w dniach roboczych wobec plus jeden miesiąc wcześniej). Trzeba jednak przyznać, że hamowanie produkcji przemysłowej okazało się relatywnie niewielkie biorąc pod uwagę bardzo nietypowe wyhamowanie wskaźników koniunktury (niemniej jednak spójne z lekkim spadkiem wskaźnika PMI). W ujęciu odsezonowanym produkcja przemysłowa wzrosła o 8,4% r/r wobec 11,5% przed miesiącem (spadek wynika w dużej mierze z efektu bazowego widocznego na odsezonowanym przetwórstwie przemysłowym w ubiegłym roku + ewentualnie kłopot poprawki sezonowej z uwzględnieniem dodatkowego dnia wolnego 6 stycznia). Główną siłą napędową polskiego przemysłu pozostaje przetwórstwo przemysłowe (11,4% r/r). Wzrost produkcji odnotowano w 29 (spośród 34) działach przemysłu, największy m.in. w kategoriach: produkcja wyrobów z pozostałych produktów niemetalicznych (+42,6% r/r – dlatego zatem taki słaby wynik produkcji budowlano-montażowej, wobec mroźnej zimy zapasy odkładają się na poziomie przedsiębiorstw budowlanych), produkcja pojazdów samochodowych (+24,4% r/r – spadek popytu na samochody w ujęciu detalicznym, nie przekłada się zatem – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – na spadki produkcji), wyroby z metali (+22,5% r/r), urządzenia elektryczne (+23,3% r/r). Struktura dynamiki produkcji polskiego przemysłu pozwala na sformułowanie 3 wniosków: 1) silny popyt z Niemiec w ramach relacji wewnątrzgałęziowych między obydwoma gospodarkami, 2) przetwórstwo przemysłowe jest przygotowane na silne odbicie produkcji budowlano-montażowej, 3) zasięg ożywienia w polskim przemyśle pozostaje szeroki, z dużą liczbą sekcji notujących wzrosty. Systematyczne wzrosty wskaźników koniunktury dla gospodarki Niemiec sugerują, że silne momentum polskiego przemysłu powinno się utrzymywać w najbliższej przyszłości. Co więcej, poprawa na rynku pracy (lepsze perspektywy zatrudnienia to również większa skłonność do realizacji zaplanowanej konsumpcji) powinna rozlewać się również na przetwórstwo przemysłowe. Wreszcie, wobec dojrzałej fazy cyklu koniunkturalnego oraz stabilnego wzrostu popytu krajowego, przetwórstwo przemysłowe może liczyć także na wsparcie ze strony budownictwa, a także inwestycji w maszyny i urządzenia.

Rynek pracy

W styczniu dynamika wynagrodzeń wyniosła 5,0% r/r (5,4% r/r w grudniu) i była zgodna z naszymi oczekiwaniami. Tak wysoka dynamika wynagrodzeń, pomimo niższej liczby dni roboczych, to poza odzwierciedleniem dotychczasowych tendencji (silny trend rosnący) również efekt niskiej bazy w górnictwie. Dalszemu wzrostowi płac sprzyjać będzie postępujące ożywienie gospodarcze oraz coraz bardziej widoczne wzrosty zatrudnienia. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 3,8% w ujęciu rocznym, nawet szybciej od naszych oczekiwań (najwyższe na rynku). W ujęciu absolutnym zatrudnienie wzrosło o 122tys. przekraczając średnią z okresu prosperity 2006-2008. Choć sam miesięczny wzrost to oczywiście efekt statystyczny związany ze zmianą próbki GUS, dane pokazują jednocześnie, że w ubiegłym roku nastąpił wyraźny wzrost wielkości przedsiębiorstw, które mogły zostać objęte statystyką (przypomnijmy, że GUS zalicza do próbki zatrudnienia przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 9 osób), co świadczy o pozytywnym momentum obserwowanego ożywienia gospodarczego. Co więcej, zwiększenie liczby przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób może także świadczyć o próbach optymalizacji kosztowej przedsiębiorstw za pomocą fuzji i przejęć. Dane wyraźnie odstają od szacunków stopy bezrobocia, która pokazuje ruchy na rynku pracy związane bardziej z sezonową specyfiką, a nie czynnikami fundamentalnymi (prace interwencyjne, sezonowe, rejestracje w celu uzyskania ubezpieczenia zdrowotnego), co już sygnalizowaliśmy komentując dane o bezrobociu. Co więcej, dostosowanie danych o zatrudnieniu do danych o produkcji przemysłowej sugeruje, że

wydajność pracy wykazuje obecnie niższy wzrost, co z kolei może stanowić pro-podwyżkową przesłankę dla RPP.

Inflacja

Roczny wskaźnik inflacji wzrósł do 3,8% w styczniu z 3,1% zanotowanych w grudniu (konsensus rynkowy na poziomie 3,4%). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 1,2%. Choć rozbieżność danych inflacyjnych jest na początku roku bardzo skąpe, z dużą dozą prawdopodobieństwa można przyznać, że za wzrost powyżej oczekiwań odpowiedzialne są po połowie ceny żywności (znacznie powyżej sezonowego wzorca, po raz kolejny w kompletnym oderwaniu od cen żywności w regionie) oraz kategorie, w których wprowadzenie wyższej stawki VAT mogło odbyć się bez większych komplikacji (głównie ceny regulowane w kategorii mieszkanie). Choć obecnie trudno spekulować odnośnie kierunku wpływu zmian wag w koszyku inflacyjnym, inflacja za luty nie powinna przekroczyć 4%, zwłaszcza że gwałtowny wzrost cen pozwala sądzić, że dostosowanie w nowym roku przebiegło skokowo i prawdopodobnie nie zaobserwujemy żadnych opóźnień. Wyższy odczyt inflacyjny sprawia, że marzec znów powraca w wycenie instrumentów stopy procentowej jako najbardziej prawdopodobny moment kolejnej podwyżki stóp. Biorąc jednak pod uwagę egzogeniczną przyczynę wzrostu inflacji (głównie zmiany w podatkach pośrednich), której efekty identyczne są z efektami podażowymi, RPP nie musi bezwarunkowo reagować kolejną podwyżką stóp procentowych, o ile nie dojdzie do destabilizacji oczekiwań inflacyjnych. Co więcej, zgodnie z praktyką innych banków centralnych (patrz publikacja przez Narodowy Bank Czech ścieżki inflacji po wyłączeniu efektów „pierwszej rundy” zmian w podatkach pośrednich jako zmiennej decyzyjnej), RPP może być przede wszystkim zainteresowana skalą trwałości przeniesienia podwyżek VAT na wskaźnik inflacji – jeśli jest to tylko efekt statystyczny, wygaśnie już w styczniu 2012 roku. Co więcej, skalę destabilizacji „rynkowych” cen poprzez podwyżki VAT będzie można dość precyzyjnie ocenić posiłkując się deflatorem sprzedaży detalicznej, jako kategorią stricte popytową. Argumentem na rzecz pozostawienia stóp procentowych na niezmiennym poziomie może być także: 1) reakcja RPP w styczniu (między wierszami pojawiała się kwestia ubezpieczenia na wypadek inflacji), 2) brak rozwiązania mechanizmu pomocy dla strefy euro (wiążące decyzje, zwłaszcza w zakresie kompetencji ESM zapadną dopiero 11 marca), 3) projekcja inflacyjna, w której wobec spadkowej tendencji PKB po 2011 roku trudno będzie wygenerować rosnącą ścieżkę inflacji, zwłaszcza w obliczu efektów bazowych powodowanych przez bieżące szoki żywnościowe, czy też zmiany podatkowe.

Deficyt budżetowy

Po styczniu deficyt budżetu centralnego wyniósł 2,8 mld PLN. Dla porównania po styczniu 2010 roku deficyt był znacznie wyższy i wyniósł 4,8 mld PLN. Dochody budżetu wyniosły 24,6 mld PLN i były o ponad 2,4 mld PLN wyższe niż w analogicznym okresie roku ubiegłego. Wyższe wpływy podatkowe należy przede wszystkim wiązać z wyższą dynamiką VAT (wpływy okazały się wyższe o ponad 2 mld niż w roku poprzednim, co jest kontynuacją tendencji z poprzednich miesięcy. Wpływ wyższej stawki VAT na wykonanie miesięczne jest ograniczony.). Na wykrytowanie trendu w pozostałych kategoriach podatków prawdopodobnie trzeba będzie poczekać do końca okresu rozliczeń podatków za rok poprzedni. Po stronie wydatkowej nastąpiła stabilizacja w ujęciu rocznym i to pomimo dwukrotnie większych kosztów obsługi długu. Przy okazji publikacji budżetu pojawiły się wątpliwości, czy styczniowy deficyt to pozytywny, czy też negatywny sygnał. Argumentacja rynkowa była następująca: 1) pozytywny, bo o połowę niższy niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku, 2) negatywny, bo przecież w okresie 2006-2009 cały czas były nadwyżki. Postanowiliśmy rozwikłać tę zagadkę łącząc tempo wzrostu PKB w roku poprzedzającym publikację deficytu (czyli dla stycznia 2011 okresem odniesienia jest 2010 rok) z deficytem w styczniu. Istnieje trwała i istotna statystycznie relacja pomiędzy tymi dwiema wielkościami – okazuje się, że wykonanie budżetu w styczniu na poziomie 0 (zrównoważenie) występuje średnio rzecz biorąc, gdy rok wcześniej tempo wzrostu PKB wynosi 4,9%. Tym samym obecny deficyt (przy ubiegłorocznym tempie wzrostu 3,8%) jest wielkością normalną.

Deficyt na rachunku obrotów bieżących

W grudniu odnotowano – zgodne z naszymi oczekiwaniami – zawężenie deficytu na rachunku obrotów bieżących do 1573 mln EUR z 2195 miesiąc wcześniej. Jednocześnie dane na przestrzeni ostatnich 35 miesięcy poddane zostały kosmetycznej rewizji w górę (podawany deficyt na rachunku obrotów bieżących jest teraz niższy o 262 mln EUR). Przechodząc do poszczególnych składowych rachunku obrotów bieżących zauważalne jest przede wszystkim – oczekiwane przez nas – nieznaczne zawężenie deficytu na rachunku handlowym, będące odzwierciedleniem nieznacznie szybszego spadku importu niż eksportu (wniosek ten znajduje poparcie w wynikach sprzedaży w ujęciu hurtowym – przyspieszenie importu w listopadzie wynikało z budowania poduszki zapasów przed grudniowym boorem sprzedażowym). Deficyt handlowy wyniósł 1106 mln EUR wobec 1222 mln EUR przed miesiącem. Roczne dynamiki eksportu i importu prezentujemy poniżej – warto zwrócić uwagę na znaczną rozbieżność w dynamikach importu i eksportu, która pojawiła się od października. Uważamy, że jest to wyraz efektów substytucyjnych (konsumpcja) i w najbliższym czasie powróci ona do średniej (to



samo dotyczyć będzie bilansu handlowego, gdzie można oczekiwać pewnego zawężenia ze skutkami w wysokości 200-300mln EUR dla całego bilansu handlowego w najbliższych miesiącach – z biegiem roku deficyt powinien jednak znów narastać). W przypadku pozostałych komponentów rachunku bieżącego można mówić o kontynuacji dotychczasowych trendów i ujawnieniu się standardowych efektów sezonowych: saldo usług utrzymało się na stabilnym poziomie (375mln EUR), doszło do nieznacznego wzrostu salda dochodów (-1280 mln EUR) oraz powrotu salda transferów do dodatnich poziomów (+438 mln EUR). Deficyt na rachunku bieżącym osiągnął w 2010 roku 3,2% PKB zaś w 2011 rok zbliżył się do 4% PKB.

Aktualne rekomendacje DI BRE Banku S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania	Cena w dniu wydania	Cena docelowa	Cena bieżąca	Wzrost / Spadek	P/E 2010	P/E 2011	EV/EBITDA 2010	EV/EBITDA 2011
Banki										
BZ WBK	Trzymaj	2011-01-18	213,50	219,00	225,40	-2,8%	16,9	15,6		
GETIN	Trzymaj	2011-03-03	13,00	12,70	13,00	-2,3%	22,0	14,3		
HANDLOWY	Trzymaj	2011-01-18	93,00	94,00	93,00	1,1%	16,1	13,5		
ING BSK	Trzymaj	2011-01-18	840,50	850,00	851,00	-0,1%	14,7	12,4		
KREDYT BANK	Akumuluj	2011-01-18	15,44	17,40	16,41	6,0%	24,0	13,4		
MILLENNIUM	Redukuj	2011-03-03	5,59	5,10	5,59	-8,8%	20,3	15,2		
PEKAO	Trzymaj	2011-03-03	164,00	155,00	164,00	-5,5%	17,1	14,0		
PKO BP	Kupuj	2011-01-18	41,30	48,00	41,60	15,4%	16,2	12,4		
Ubezpieczyciele										
PZU	Akumuluj	2010-12-13	360,50	390,00	339,10	15,0%	12,9	11,7		
Paliwa, Chemia										
CIECH	Akumuluj	2011-03-03	26,15	27,60	26,15	5,5%	103,1	7,9	6,5	4,6
LOTOS	Sprzedaj	2011-01-18	38,49	28,40	41,61	-31,7%	9,2	10,7	9,7	6,3
PGNiG	Kupuj	2010-12-03	3,61	4,40	3,94	11,7%	11,5	13,4	6,5	6,6
PKN ORLEN	Redukuj	2010-12-03	46,49	40,70	46,20	-11,9%	8,4	10,3	5,8	6,7
POLICE	Sprzedaj	2010-12-03	6,95	5,50	10,15	-45,8%	-	29,4	14,7	9,0
ZA PUŁAWY	Trzymaj	2011-02-04	114,00	106,10	113,80	-6,8%	16,6	11,5	9,1	6,5
Energetyka										
CEZ	Trzymaj	2010-11-29	124,50	129,50	131,00	-1,1%	8,6	9,5	6,7	7,0
ENEA	Trzymaj	2011-03-03	22,10	21,43	22,10	-3,0%	14,6	14,4	5,4	6,0
PGE	Kupuj	2010-09-13	23,78	26,73	22,50	18,8%	13,9	11,1	6,4	5,7
TAURON	Kupuj	2010-09-13	5,56	8,87	6,22	42,6%	12,6	11,9	4,4	4,5
Telekomunikacja										
NETIA	Trzymaj	2011-01-18	5,15	5,40	5,22	3,4%	33,2	18,6	4,7	4,3
TPSA	Akumuluj	2010-12-01	16,17	17,60	16,53	6,5%	132,7	17,2	5,7	4,6
Media										
AGORA	Akumuluj	2011-01-03	26,10	28,90	26,45	9,3%	19,1	19,8	8,0	6,6
CINEMA CITY	Akumuluj	2011-03-03	36,06	42,90	36,06	19,0%	15,1	13,3	8,2	7,4
CYFROWY POLSAT	Trzymaj	2010-12-17	17,30	15,30	15,32	-0,1%	16,0	14,3	10,0	9,0
TVN	Akumuluj	2011-02-16	16,77	18,10	16,89	7,2%	60,4	20,6	13,0	10,6
IT										
AB	Akumuluj	2011-01-18	25,42	27,60	24,50	12,7%	10,8	7,8	7,9	6,5
ACTION	Akumuluj	2011-01-18	16,65	18,16	19,00	-4,4%	12,4	10,1	8,2	7,3
ASBIS	Akumuluj	2011-01-18	3,80	4,32	3,24	33,3%	24,6	8,1	6,5	5,2
ASSECO POLAND	Kupuj	2010-08-31	55,00	65,30	51,15	27,7%	9,6	10,4	6,0	5,9
COMARCH	Trzymaj	2011-01-18	88,95	88,00	91,80	-4,1%	17,3	17,0	8,5	7,3
KOMPUTRONIK	Akumuluj	2011-01-18	9,03	10,12	9,50	6,5%	25,0	13,4	8,7	6,2
SYGNITY	Kupuj	2011-01-18	17,56	18,30	18,00	1,7%	-	100,4	-	6,2
Górnictwo i Metale										
KGHM	Sprzedaj	2011-01-18	176,80	145,00	177,80	-18,4%	7,8	6,6	5,4	4,4
LW BOGDANKA	Akumuluj	2011-02-04	118,30	125,90	118,00	6,7%	17,9	15,6	9,8	7,3
Przemysł										
ASTARTA	Sprzedaj	2011-01-18	101,00	63,6	93,80	-32,2%	6,7	9,6	1,5	1,3
CENTRUM KLIMA	Kupuj	2011-03-03	13,91	16,9	13,91	21,5%	15,9	11,7	11,1	7,1
CERSANIT	Redukuj	2011-01-18	11,30	10,4	12,21	-14,8%	19,6	20,0	12,7	10,3
FAMUR	Sprzedaj	2011-01-18	2,85	2,3	3,39	-32,2%	20,5	21,7	12,1	10,4
IMPEXMETAL	Kupuj	2011-02-11	5,15	5,9	4,85	21,6%	13,5	11,9	8,1	6,5
KERNEL	Akumuluj	2011-02-28	79,25	87,8	82,70	6,2%	13,8	10,7	12,6	7,9
KĘTY	Akumuluj	2011-02-22	122,00	134,8	127,90	5,4%	13,1	12,4	8,2	7,3
KOPEX	Redukuj	2011-01-18	17,40	15,9	20,18	-21,2%	43,7	18,2	11,2	8,6
MONDI	Zawieszona	2011-03-03	81,85	-	81,85	-	-	-	-	-
Budownictwo										
BUDIMEX	Redukuj	2011-01-17	103,20	91,50	97,75	-6,4%	9,3	12,2	4,8	8,3
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	2011-03-03	158,00	178,60	158,00	13,0%	15,7	13,3	9,7	8,6
ERBUD	Trzymaj	2011-03-02	47,90	48,70	46,90	3,8%	17,3	11,3	9,9	7,0
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	2011-02-11	48,20	59,90	47,95	24,9%	15,7	16,6	6,7	7,1
PBG	Redukuj	2010-11-05	226,00	194,00	193,40	0,3%	12,6	12,5	9,2	9,0
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	2011-03-03	3,71	4,03	3,71	8,6%	15,6	13,6	7,6	7,5
RAFAKO	Akumuluj	2011-02-01	11,60	13,40	11,80	13,6%	20,5	14,6	10,4	8,2
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	2011-02-22	3,80	3,70	3,50	5,7%	16,0	11,2	8,3	7,2
ULMA CP	Trzymaj	2011-03-03	83,20	85,90	83,20	3,2%	42,0	13,1	5,6	4,4
UNIBEP	Trzymaj	2010-12-03	9,94	9,30	8,95	3,9%	13,7	15,2	10,0	11,0
ZUE	Kupuj	2010-11-24	14,50	19,30	13,65	41,4%	18,5	10,4	7,5	5,4
Deweloperzy										
BBi DEVELOPMENT	Kupuj	2010-11-10	0,45	0,55	0,44	25,0%	32,4	9,9	35,0	11,2
DOM DEVELOPMENT	Kupuj	2011-01-07	41,49	54,40	45,99	18,3%	28,1	13,7	18,8	12,7
GTC	Akumuluj	2011-02-03	20,92	24,03	20,98	14,5%	26,4	7,9	22,6	9,9
J.W.C.	Akumuluj	2011-01-18	14,50	16,30	14,25	14,4%	8,4	8,0	7,8	7,2
PA NOVA	Kupuj	2011-01-07	30,89	40,40	32,40	24,7%	16,6	15,4	13,8	15,5
POLNORD	Kupuj	2011-01-07	32,20	43,50	32,47	34,0%	14,5	12,2	39,2	15,6
ROBYG	Kupuj	2011-01-07	1,86	2,59	1,83	41,5%	14,1	13,2	16,9	15,7
Handel										
EMPERIA	Zawieszona	2010-10-05	99,50	-	114,50	-	-	-	-	-
EUROCASH	Kupuj	2011-02-04	30,50	37,40	30,60	22,2%	31,8	22,4	18,2	12,2
LPP	Akumuluj	2010-12-03	2 140,00	2 300,00	2 090,00	10,0%	26,1	16,8	13,3	9,6
NG2	Akumuluj	2011-02-23	59,55	63,00	59,80	5,4%	19,0	15,6	15,3	11,1
VISTULA	Trzymaj	2011-03-03	2,10	2,10	2,10	0,0%	118,7	22,6	11,5	9,3

Rekomendacje wydane w ostatnim miesiącu

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
ELEKTROBUDOWA	Trzymaj	Trzymaj	178,60	2011-02-08
ERBUD	Trzymaj	Trzymaj	48,70	2011-03-02
EUROCASH	Kupuj	Akumuluj	37,40	2011-02-04
IMPEXMETAL	Kupuj	Kupuj	5,90	2011-02-11
KERNEL	Akumuluj	Trzymaj	87,80	2011-02-28
KĘTY	Akumuluj	Trzymaj	134,80	2011-02-22
LW BOGDANKA	Akumuluj	Kupuj	125,90	2011-02-04
MOSTOSTAL WAR.	Kupuj	Kupuj	59,90	2011-02-11
NG2	Akumuluj	Trzymaj	63,00	2011-02-23
POLIMEX MOSTOSTAL	Kupuj	Akumuluj	4,03	2011-02-23
TRAKCJA POLSKA	Trzymaj	Trzymaj	3,70	2011-02-22
TVN	Akumuluj	Trzymaj	18,10	2011-02-16
ULMA CP	Akumuluj	Trzymaj	85,90	2011-02-04
ZA PUŁAWY	Trzymaj	Akumuluj	106,10	2011-02-04

Zmiany rekomendacji w Przeglądzie Miesięcznym

Spółka	Rekomendacja	Poprzednia rekomendacja	Cena docelowa	Data wydania
CENTRUM KLIMA	Kupuj	Trzymaj	16,90	2011-03-03
CIECH	Akumuluj	Kupuj	27,60	2011-03-03
CINEMA CITY	Akumuluj	Trzymaj	42,90	2011-03-03
ELEKTROBUDOWA	Akumuluj	Trzymaj	178,60	2011-03-03
ENEA	Trzymaj	Redukuj	21,43	2011-03-03
GETIN	Trzymaj	Akumuluj	12,70	2011-03-03
MILLENNIUM	Redukuj	Trzymaj	5,10	2011-03-03
MONDI	Zawieszona	Trzymaj	80,00	2011-03-03
PEKAO	Trzymaj	Redukuj	155,00	2011-03-03
POLIMEX MOSTOSTAL	Akumuluj	Kupuj	4,03	2011-03-03
ULMA CP	Trzymaj	Akumuluj	85,90	2011-03-03
VISTULA	Trzymaj	Redukuj	2,10	2011-03-03

Statystyka rekomendacji

Wszystkie						Dla emitentów związanych z DI BRE Bankiem S.A.				
Statystyka	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj	Sprzedaj	Redukuj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
liczba	5	6	19	18	15	0	1	9	7	9
procent	7,9%	9,5%	30,2%	28,6%	23,8%	0,0%	3,8%	34,6%	26,9%	34,6%

Sektor finansowy

MinFin nie wypracowało jeszcze żadnego modelu opodatkowania w tzw. podatku bankowym

Wiceminister finansów, Dariusz Daniluk, poinformował, że Ministerstwo Finansów nie wypracowało jeszcze modelu opodatkowania w tzw. podatku bankowym. Na obecnym etapie prac nie jest możliwe wskazanie dokładnej stawki opodatkowania, ani też precyzyjne określenie jego podstawy. Wiceminister dodał, że po przeprowadzeniu stosownych analiz różnych możliwych modeli tzw. podatku bankowego, rozważa się możliwość rozpoczęcia prac legislacyjnych nad wprowadzeniem tego podatku - po akceptacji planu prac rządu na 2011 r.

Podatek bankowy mógłby dotyczyć również innych niż banki instytucji finansowych

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez PAP w dniu 15 lutego, podatek bankowy, nad którym trwają obecnie prace w Ministerstwie Finansów, mógłby objąć oprócz banków także firmy ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne. Biuro prasowe MF potwierdziło, że resort analizuje bilans kosztów i korzyści wynikających z objęcia podatkiem wybranych instytucji finansowych. Rozmówca PAP zwraca uwagę, że nie zapadły jeszcze decyzje co do ostatecznego kształtu ustawy, również na szczeblu rządowym. Rzekomo PSL zgłasza sprzeciw wobec wprowadzenia podatku.

Sejm odrzucił projekt PiS w sprawie podatku bankowego

W głosowaniu w dniu 23 lutego Sejm odrzucił projekt PiS w sprawie wprowadzenia tzw. podatku bankowego. Pomysłodawcy ustawy proponowali, aby opodatkować wszystkie aktywa instytucji finansowych stawką 0,39%. Wpływy z podatku miałyby wynieść łącznie 5 mld PLN, z czego 4,1 mld PLN pochodziło by od banków, 538 mln PLN od zakładów ubezpieczeń i 405 mln PLN od funduszy inwestycyjnych. Bazując na aktywach banków i PZU za 2010 obliczyliśmy, że podatek od dziewięciu spółek z sektora finansowego przez nas analizowanych wyniósłby w sumie 2 553 mln PLN, co stanowi średnio 18,2% zysków za 2011. Chociaż nasze prognozy nie uwzględniają negatywnego wpływu z potencjalnego wprowadzenia podatku bankowego, sądzymy że dyskusja na ten temat będzie powracać. Zwracamy uwagę, że w styczniu 2011 premier powiedział, że z dużym prawdopodobieństwem podatek nie zostanie wprowadzony w 2011.

Styczeniowe statystyki sektora bankowego dla depozytów i kredytów

NBP opublikował neutralne statystyki dla sektora bankowego za styczeń 2011. Depozyty, po sezonowo bardzo mocnym wzroście M/M, spadły o 1,4% M/M. Wynikało to ze zmniejszenia się salda depozytów korporacyjnych, -7,1% M/M. Depozyty detaliczne zanotowały niewielki wzrost, +0,6% M/M.

Kredyty ogółem pozostały prawie na niezmienionym poziomie, -0,3% M/M. Podczas gdy kredyty korporacyjne wzrosły o 1,1% M/M po sezonowo słabym grudniu, kredyty detaliczne spadły o 0,8% M/M. Było to spowodowane umocnieniem się PLN o 4% M/M względem CHF. W ramach kredytów detalicznych, kredyty mieszkaniowe zmniejszyły się o 1,3% M/M, a kredyty nie-mieszkaniowe spadły o 0,3% M/M (w obu przypadkach był to efekt mocnej złotówki).

Z powodu większego spadku depozytów niż kredytów, wskaźnik kredyty/depozyty pogorszył się o 106pb. M/M do 103,7%.

Styczeniowe statystyki odnośnie jakości kredytów w sektorze

Udział kredytów z utratą wartości w styczniu 2011 zwiększył się o 23pb M/M do 9,0%, po tym jak w okresie listopad-grudzień 2010 następowała marginalna poprawa z M/M. Wskaźnik pogorszył się w segmencie detalicznym (+35pb. M/M do 7,5%), ale polepszył się w segmencie korporacyjnym (-6pb. M/M do 12,2%). W ramach kredytów detalicznych niezmiennie szybciej pogarsza się jakość kredytów nie-mieszkaniowych (+63pb. M/M do 14,7%) niż mieszkaniowych (+7pb. M/M do 1,9%). W ramach kredytów korporacyjnych, pogorszyła się jakość kredytów dla MSP (+9pb. M/M do 14,4%), co z nadwyżką zostało zrekompensowane przez poprawę jakości w dużych przedsiębiorstwach (-27pb. M/M do 9,2%). Dane są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Uważamy, że jakość kredytów korporacyjnych nie będzie się już pogarszać, podczas gdy kredyty detaliczne będą cały czas pod presją przynajmniej w 1H 2011.

Raiffeisen przejmie 70% w Polbanku za 490 mln EUR

Raiffeisen Bank International (RBI) poinformował, że zakończył negocjacje z greckim Eurobankiem EFG. RBI przejmie 70% udział w Polbanku za 490 mln EUR. Zgodnie z informacją przekazaną przez RBI, implikowany wskaźnik P/BV wyniesie 1,7x. Transakcja wymaga zgód regulatorów w Grecji, Polsce oraz Unii Europejskiej. Jej zakończenie jest oczekiwane w 4Q 2011 lub 1Q 2012. W kolejnej fazie RBI przeniesie swój 70% udział w Polbanku do Raiffeisen Bank Polska w zamian za akcje tego ostatniego. W konsekwencji, RBI będzie posiadał 87% udział w połączonej jednostce, a Eurobank EFG 13%. Parytet transakcji został wyliczony w oparciu o minimalną wartość kapitałów dla Polbanku na poziomie 400 mln EUR oraz Raiffeisen Bank Polska na poziomie 750 mln EUR. Uważamy, że cena jaką RI



zgodził się zapłacić za Polbank jest wysoka, mając na uwadze, że generuje on straty. W konsekwencji uważamy, że warunki tej transakcji będą wspierać wyceny rynkowe sektora bankowego w Polsce. Polbank obsługuje ponad 800 tys. klientów przez sieć 350 oddziałów zatrudniając ok. 2 900 pracowników. Aktywa banku na koniec września 2010 wyniosły 5,5 mld EUR.

CSOB ma zadebiutować w marcu tylko na giełdzie w Pradze

Parkiet poinformował, że właściciel czeskiego CSOB, grupa KBC, wycofał się z wcześniejszych planów wprowadzenia CSOB na GPW. Spółka ma zadebiutować w marcu na giełdzie w Pradze. Powyższa informacja zaprzecza wcześniejszym doniesieniom prasowym, że CSOB ma zadebiutować jednocześnie w Pradze i Warszawie. Chociaż debiut CSOB na giełdzie w Pradze cały czas może stanowić alternatywę dla polskich inwestorów zainteresowanych sektorem bankowym, wpływ takiego rozwiązania na notowania polskich banków powinien być mniejszy.



BZ WBK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 225,4 PLN Cena docelowa: 219 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 563,2	1 822,2	16,6%	1 811,4	-0,6%	1 980,0	9,3%	Liczba akcji (mln)	73,1
Marża odsetkow a	2,8%	3,4%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	16 471,3
WNDB	3 239,4	3 492,5	7,8%	3 512,9	0,6%	3 749,4	6,7%	Free float	29,6%
Wynik operacyjny*	1 644,4	1 773,5	7,9%	1 697,3	-4,3%	1 926,7	13,5%		
Zysk brutto	1 163,0	1 357,2	16,7%	1 401,5	3,3%	1 773,9	26,6%		
Zysk netto	886,2	974,2	9,9%	1 057,7	8,6%	1 354,8	28,1%		
ROE	16,3%	15,5%		15,2%		17,4%		Zmiana ceny: 1m	3,4%
P/E	18,6	16,9		15,6		12,2		Zmiana ceny: 6m	16,1%
P/BV	2,8	2,5		2,2		2,0		Zmiana ceny: 12m	25,2%
DPS	0,0	4,0		8,0		5,8		Max (52 tyg.)	225,5
Dyld (%)	0,0	1,8		3,5		2,6		Min (52 tyg.)	179,0

* przed kosztami rezerw



Uważamy, że cena zaoferowana w wezwaniu ogłoszonym przez Santander (226,89 PLN) jest atrakcyjna i akcjonariusze powinni wziąć udział w wezwaniu. Na naszej obecnej prognozie zysku netto na poziomie 1 058 mln PLN, bank jest wyceniany na 15,6x P/E, z 15% premią do średniej dla spółek porównywalnych. W konsekwencji, widzimy ryzyko, że kurs może ulec korekcie po zakończeniu procesu wezwania, po 24 marca. Chociaż uważamy, że bank zaraportował solidne wyniki za 4Q 2010 oraz wypłaci wyższą niż oczekiwana dywidendę za rok 2010 (stopa dywidendy 3,5%), w naszej opinii jest to niewystarczające żeby usprawiedliwić obecną wycenę banku.

4Q zysk netto 268 mln PLN, powyżej oczekiwań na mocnym wyniku odsetkowym

BZ WBK zaraportował zysk netto za 2010 na poziomie 974 mln PLN (+10% R/R), co implikuje wynik 4Q na poziomie 268 mln PLN (+20% Q/Q i 9% R/R). Zysk za 4Q okazał się o 15% wyższy od naszej prognozy (232 mln PLN) i o 17% wyższy od oczekiwań rynkowych (229 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na wyniki 4Q miało wpływ kilka pozytywnych czynników o charakterze jednorazowym: sprzedaż portfela kredytów z utratą wartości (12,8 mln PLN wykazane częściowo w wyniku odsetkowym i częściowo w saldzie rezerw), wypłata odszkodowania od ubezpieczyciela w sprawie sporu prawnego (ok. 6 mln PLN wykazane w pozostałej działalności operacyjnej) oraz rozwiązanie rezerwy z tytułu opcji walutowych (ok. 3 mln PLN wykazane w wyniku handlowym). Skorygowany zysk netto o powyższe transakcje wyniósłby 246 mln PLN i byłby 6% wyższy od naszej prognozy. Głównym powodem pozytywnego zaskoczenia na poziomie zysku netto (nawet po skorygowaniu o transakcje jednorazowe) był bardzo mocny wynik odsetkowy (+9% Q/Q) dzięki bardzo silnej poprawie marży odsetkowej (+34pb. Q/Q do 3,8%).

Dywidenda za 2010 na poziomie 8 PLN na akcję

Zarząd BZ WBK złożył deklarację odnośnie dywidendy za 2010 w wysokości 8 PLN na akcję. Propozycja została pozytywnie zaopiniowana przez Radę Nadzorczą banku. Data dywidendy została zaproponowana na 9 maja 2011, a dzień wypłaty dywidendy na 23 maja 2011. Stopa wypłaty dywidendy wynosi 60%, powyżej naszych oczekiwań na poziomie 35%. Stopa dywidendy kształtuje się na poziomie 3,5%.

Santander nie ma zamiaru łączyć BZ WBK i Santander Consumer Bank

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział w trakcie konferencji, że Santander nie ma planów połączenia dwóch polskich banków, BZ WBK i Santander Consumer Bank. Z drugiej strony Prezes zaznaczył, że mimo to dojdzie do synergii między obiema instytucjami, szczególnie w zakresie kosztów *back office* (centrali).

Kredyty wzrosną ok. 10% w 2011

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, zapowiedział, że bank spodziewa się o 10% wzrostu salda kredytów, po tym jak kredyty spadły o 5% w 2010. Bank oczekuje przynajmniej 14% wzrostu w hipotekach, 8-9% poprawy w kredytach gotówkowych, oraz wzrostu w kredytach korporacyjnych (w tym kredytach na nieruchomości).

Koszt ryzyka spadnie w 2011

Prezes BZ WBK poinformował, że spodziewa się, że koszt ryzyka nie przekroczy poziomu 121pb., czyli poziomu z 2010 roku. Zarząd w trakcie konferencji zaznaczył, że bank cały czas trzyma 142 mln PLN rezerwy IBNR na portfel kredytów na nieruchomości. Zasadność utrzymywania tej rezerwy będzie rewidowana w trakcie 2011.



Wskaźnik koszty/dochody spadnie do 48-49% w 2011, pomimo placów otwierania placówek

Prezes BZ WBK, Mateusz Morawiecki, powiedział, że bank ma w planach otwarcie 15-20 placówek własnych w 2011 oraz dwudziestu kilku placówek franczyzowych. Mimo to, bank oczekuje, że wskaźnik koszty/dochodów poprawi się z 49,4% w 2010 do 47-48% w 2011.

BZ WBK przejdzie rebranding

Bank spodziewa się, że w ciągu kilku lat dojdzie rebrandingu z marki BZ WBK na Santander. Prezes zaznaczył, że będzie to proces powolny i stopniowy, więc nie powinien wpływać znacząco na bazę kosztową.

Santander ogłosił wezwanie na BZ WBK

W dniu 7 lutego Santander ogłosił wezwanie na 100% (73.076.013) akcji BZ WBK po cenie 226,89 PLN. Warunkiem nabycia papierów BZ WBK jest objęcie zapisami co najmniej 51 153 210 akcji, stanowiących 70% całkowitej liczby głosów. Zapisy mają potrwać od 24 lutego do 25 marca 2011 roku.

Jest zielone światło KNF na przejęcie BZ WBK przez Santander

Na posiedzeniu KNF 18 lutego, KNF jednogłośnie stwierdziła brak podstaw do sprzeciwu wobec planowanego bezpośredniego nabycia przez Santander akcji w liczbie, która spowoduje przekroczenie 50% liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy BZ WBK i jego spółek zależnych. W komunikacie KNF nie podano żadnych warunków jakie Santander musi spełnić, w tym informacji o minimalnym poziomie free floatu BZ WBK.



Getin (Trzymaj)

Cena bieżąca: 13 PLN

Cena docelowa: 12,7 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	977,5	1 273,5	30,3%	1 635,0	28,4%	1 959,9	19,9%	Liczba akcji (m ln)	713,8
Marża odsetkow a	2,9%	3,1%		3,5%		3,7%		MC (cena bieżąca)	9 279,2
WNDB	2 094,4	2 521,3	20,4%	2 862,3	13,5%	3 288,4	14,9%	Free float	44,3%
Wynik operacyjny*	1 199,9	1 544,9	28,8%	1 745,8	13,0%	2 011,9	15,2%		
Zysk brutto	357,5	485,2	35,7%	874,4	80,2%	1 132,1	29,5%		
Zysk netto	276,0	421,1	52,6%	652,4	54,9%	850,0	30,3%		
ROE	7,4%	10,2%		14,1%		15,6%		Zmiana ceny: 1m	2,3%
P/E	33,6	22,0		14,5		11,1		Zmiana ceny: 6m	31,2%
P/BV	2,4	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	13,3
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,3

* przed kosztami rezerw



Obniżamy naszą rekomendację dla Getin Holdingu do trzymaj z akumuluj, ponieważ cena rynkowa przebiła naszą 9-miesięczną cenę docelową 12,7 PLN. Niemniej jednak zwracamy uwagę, że toczący się proces upublicznienia Open Finance może stanowić ryzyko przekroczenia prognoz w naszym bazowym scenariuszu. Pozyskane środki z częściowej sprzedaży spółki zależnej oraz rewaluacja pozostałego udziału zasilą kapitał, przez co Getin Noble Bank może znacząco poprawić swój współczynnik wypłacalności. Dodatkowo w naszych prognozach nie uwzględniamy również potencjalnych korzyści z tytułu przejęcia Allianz Banku, czyli wykorzystania start (sięgających 300 mln PLN) jako tarczy podatkowej. Na naszej obecnej prognozie zysku netto na 2011 na poziomie 652 mln PLN, Getin Holding jest wyceniany na 14,5x P/E, czyli z 4% premią do średniej dla spółek porównywalnych.

Zysk netto 4Q znacząco powyżej oczekiwań rynkowych z powodu bardzo silnego wyniku prowizyjnego

Getin Holding zaraportował wyniki całoroczne, które implikują zysk netto za 4Q na poziomie 150 mln PLN (+222% Q/Q i +167% R/R). W konsekwencji zysk netto okazał się o 29% wyższy niż nasza prognoza (116 mln PLN) i 74% wyższy niż konsensus rynkowy (86 mln PLN). Zwracamy uwagę, że na wyniki wpłynęło przeszacowanie w górę wartości godziwej spółki Fiolet o 35 mln PLN, podczas gdy nasza prognoza nie zakładała żadnych transakcji jednorazowych. Wynik netto skorygowany o rewaluację wyniósłby ok. 115 mln PLN, co byłoby wynikiem zgodnym z naszymi oczekiwaniami, ale nadal znacząco wyższym niż oczekiwania rynkowe.

Getin Holding zanotował silny wzrost głównych pozycji bilansowych, kredyty wzrosły o 9% Q/Q dzięki 11% przyrostowi kredytów hipotecznych (częściowo wsparte efektem osłabienia się PLN względem CHF Q/Q), a depozytów o 8% Q/Q. Wynik odsetkowy wzrósł o 8% Q/Q do 347 mln PLN i był lepszy od naszych prognoz o 5%. Wynikało to zarówno z silniejszego niż prognozowany wzrostu bilansu, jak i większej niż oczekiwana poprawa marży odsetkowej. Wynik prowizyjny na poziomie 190 mln PLN, +38% Q/Q, jest zaskakująco wysoki. Wynika to z bardzo silnych przychodów z tytułu sprzedaży kredytów i ubezpieczeń (przyrost o 52 mln PLN Q/Q). Choć wynik Getin Noble Banku był płasko Q/Q, bank w większym stopniu sprzedawał produkty przez firmy zewnętrzne co skutkowało mniejszymi włączeniami konsolidacyjnymi na poziomie holdingu. Wynik handlowy wyniósł 33 mln PLN względem zera w 3Q 2010. Pomógł 94% wzrost Q/Q wyniku z tytułu wymiany do 45 mln PLN oraz mniejsza Q/Q strata na wycenie instrumentów pochodnych. Wynik z działalności ubezpieczeniowej netto na poziomie 152 mln PLN (+3% Q/Q) był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Koszty operacyjne wzrosły o 19% Q/Q do 269 mln PLN. Wzrosły zarówno koszty osobowe (+28% Q/Q) jak i rzeczowe (+13% Q/Q). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, saldo rezerw kontynuowało trend z 3Q spadając o 35 mln PLN Q/Q do 223 mln PLN (względem 36 mln PLN spadku Q/Q w 3Q do 257 mln PLN). W konsekwencji koszt ryzyka poprawił się aż o 60pb. Q/Q do 269pb. Głównym obszarem poprawy salda rezerw Q/Q były kredyty hipoteczne oraz kredyty konsumenckie. Ponadto zwracamy uwagę, że holding zahamował pogarszanie się z Q/Q wskaźnika udziału kredytów z utratą wartości. W 4Q ustabilizował się na poziomie 10,1%.

Getin liczy na dwucyfrową dynamikę zysku netto w 2011

Prezes Getin Holdingu, Radosław Boniecki, poinformował, że spodziewa się rekordowego wyniku netto w 2011, zarówno w polskich jak i zagranicznych spółkach. Oczekuje, że dynamika zysku będzie dwucyfrowa, jeżeli w otoczeniu makroekonomicznym nie będzie załamania. Getin Holding miał rekordowe wyniki w 2007 kiedy zysk netto wyniósł 626 mln PLN. Nasza obecna prognoza na 2011 zakłada wynik netto na poziomie 652 mln PLN, +55% Q/Q. W naszej prognozie zysku netto nie są uwzględnione potencjalne zyski z tytułu sprzedaży udziału w Open



Finance ani niższy podatek z tytułu odwrócenia strat w przejmowanym Allianz Banku.

Oferta Open Finance na przełomie 1Q i 2Q, emisja długu podporządkowanego możliwa w 2Q

Prezes Getin Noble Bank, Krzysztof Rosiński, powiedział w wywiadzie z Reutersem, że oferta publiczna Open Finance może dojść do skutku na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2011. Drugą opcją podwyższenia współczynnika wypłacalności jest emisja długu podporządkowanego. Bank jest przygotowany do emisji w 2Q 2011 o maksymalnej wartości 300 mln PLN. W naszych obecnych prognozach nie zakładamy żadnego zysku z tytułu sprzedaży Open Finance ani emisji długu podporządkowanego. Zmaterializowanie się przynajmniej jednej z opcji będzie skutkowało poprawą wskaźnika wypłacalności z obecnego na poziomie 9,9%, a to z kolei pozwoli na kontynuowanie akcji kredytowej.

W ramach Getin Holding ma powstać nowe towarzystwo ubezpieczeń na życie – prasa

Parkiet poinformował, że w ramach Getin Holding ma powstać nowe towarzystwo ubezpieczeń na życie. Zgodnie z informacjami dziennika ma ono nie prowadzić działalności konkurencyjnej do TU Europy. Swoje produkty ma dystrybuować przez Internet i alternatywne kanały dystrybucji, jak np. firmy posiadające duże bazy klientów. Nowa spółka ma również oferować inne produkty niż te sprzedawane przez TU Europę, czyli proste w konstrukcji polisy. Towarzystwo ma ruszyć w drugiej połowie 2011.



Handlowy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 93 PLN

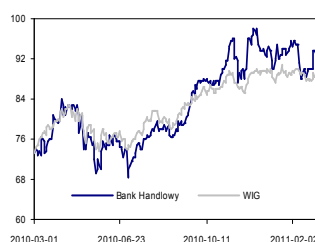
Cena docelowa: 94 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 505,4	1 497,5	-0,5%	1 510,2	0,8%	1 606,5	6,4%	Liczba akcji (m ln)	130,7
Marża odsetkow a	3,8%	4,0%		3,8%		3,8%		MC (cena bieżąca)	12 151,3
WNDB	2 418,4	2 563,4	6,0%	2 647,9	3,3%	2 822,8	6,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	1 200,6	1 184,4	-1,4%	1 273,0	7,5%	1 401,6	10,1%		
Zysk brutto	655,3	942,6	43,8%	1 129,1	19,8%	1 331,5	17,9%		
Zysk netto	504,4	754,8	49,6%	903,3	19,7%	1 065,2	17,9%		
ROE	8,5%	11,9%		13,4%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-1,4%
P/E	24,1	16,1		13,5		11,4		Zmiana ceny: 6m	17,7%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	27,4%
DPS	0,0	3,8		4,0		4,8		Max (52 tyg.)	98,0
Dyid (%)	0,0	4,1		4,3		5,2		Min (52 tyg.)	68,5

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla Handlowego z wyceną na poziomie 94 PLN. Naszym zdaniem bank w 2011 r. będzie w stanie najszybciej poprawiać jakość swoich aktywów (co było już widoczne w wynikach za 4Q), co przełoży się na największy wśród analizowanych przez nas banków spadek R/R kosztu ryzyka. Z drugiej strony, odczuje największą presję na marżę odsetkową i przez to osiągnie tylko marginalny wzrost wyniku odsetkowego. Handlowy notowany jest na P/E 13,5x na 2011 i 11,4x na 2012, czyli odpowiednio z 3% dyskontem i na równi ze średnią dla spółek porównywalnych. Zwracamy uwagę, że bank najprawdopodobniej wypłaci bardzo wysoką dywidendę za rok 2010, oczekujemy że sięgnie ona 70-100% zysku netto, co przekłada się na stopę dywidendy na poziomie 4,3-6,2%.

Zysk netto powyżej oczekiwań na niższych rezerwach

Handlowy zraportował wstępne wyniki za 2010 z zyskiem netto za 4Q na poziomie 195 mln PLN (-8% Q/Q, ale +92% R/R). Wynik okazał się o 11% wyższy od naszych prognoz (176 mln PLN) oraz 7% lepszy niż konsensus rynkowy (182 mln PLN). Zwracamy uwagę, że wynik netto był zaniżony przez utworzenie rezerwy 12,5 mln PLN na podatek VAT dotyczący refakturowania ubezpieczeń leasingu (nasza prognoza zakładała rezerwę na poziomie 10 mln PLN). Powodem pozytywnego zaskoczenia było znacznie niższe niż oczekiwane saldo rezerw. Wyniosło tylko 13 mln PLN względem prognozowanych 53 mln PLN. Z drugiej strony, wynik handlowy oraz wynik na pozostałej działalności operacyjnej (po skorygowaniu o rezerwę) były gorsze od oczekiwań.

Wynik odsetkowy wyniósł 372 mln PLN i spadł zgodnie z oczekiwaniami o 2% Q/Q z powodu znacznego skurczenia się portfela papierów dłużnych, o 23% Q/Q. Chociaż kredyty ogółem były płasko Q/Q, zwracamy uwagę, że kredyty korporacyjne wzrosły drugi kwartał z rzędu (o 1% Q/Q), nawet pomimo tego, że 4Q jest sezonowo najsłabszym kwartałem. Z drugiej strony, kredyty detaliczne spadały drugi kwartał z rzędu (o 1% Q/Q) z powodu zmniejszającego się salda kredytów gotówkowych. Depozyty przyrosły aż o 8% Q/Q na konto bardzo dobrego (choć sezonowego) wyniku w korporacjach (+13% Q/Q). Wynik prowizyjny wzrósł o 8% Q/Q do 176 mln PLN i był o 2% lepszy od naszych oczekiwań. Było to spowodowane bardzo mocnymi przychodami z tytułu działalności maklerskiej (+24% Q/Q) oraz działalności powierniczej (+38% Q/Q) związanych m.in. z prywatyzacją GPW. Wynik handlowy był słaby i spadł o 40% Q/Q do 71 mln PLN. Było to spowodowane stratą na zarządzaniu pozycją własną banku. Wynik na działalności klientów wzrósł nieznacznie Q/Q. Koszty operacyjne na poziomie 353 mln PLN były utrzymane pod kontrolą wzrastając tylko o 1% Q/Q. 11% wzrost Q/Q kosztów rzeczowych był prawie w całości rekompensowany 7% spadkiem Q/Q kosztów pracowniczych (rozwiązaniem rezerw na nagrody jubileuszowe). Rezerwy okazały się bardzo niskie, na poziomie tylko 13 mln PLN, -79% Q/Q. Powodem pozytywnego zaskoczenia było uwolnienie rezerw w segmencie korporacyjnym w wysokości 35 mln PLN. Saldo rezerw na segment detaliczny wyniosło -48 mln PLN i spadło o 23% Q/Q. Bardzo dobry wynik na rezerwach jest odzwierciedlony znaczącą poprawą jakości portfela kredytowego. Udział kredytów z utratą wartości w segmencie korporacyjnym spadł aż o 340pb. Q/Q do 16,1%. W segmencie detalicznym wskaźnik ten pogorszył się o 82pb. Q/Q do 14,4%.

Zarząd będzie rekomendował dywidendę w połowie marca

Prezes Handlowego, Sławomir Sikora, poinformował, że Zarząd przedstawi swoją rekomendację odnośnie dywidendy z zysku za 2010 w połowie marca. Uważamy, że z współczynnikiem wypłacalności na koniec roku na poziomie 18,8%, Handlowy wypłaci przynajmniej 70% zysku netto w formie dywidendy. Oznacza to dywidendę na akcję na poziomie co najmniej 4 PLN i stopę dywidendy w wysokości 4,6%.



Handlowy liczy na dwucyfrową dynamikę przyrostu i kredytów i depozytów w 2011

Prezes Handlowego zapowiedział, że bank w 2011 roku skupi się na wzroście sprzedaży, po tym jak w 2010 pracował nad jakością obsługi klienta i poprawą marż. Ambicją banku jest dwucyfrowa dynamika w zakresie salda kredytów i depozytów. W ramach kredytów bank oczekuje dwucyfrowego wzrostu zarówno w kredytach korporacyjnych (w szczególności inwestycyjnych) jak i w kredytach detalicznych (kredyty hipoteczne i karty kredytowe). Bank chciałby osiągnąć te dynamiki w miarę możliwości przy utrzymaniu obecnej marżowości. W naszych prognozach zakładamy 14% wzrost salda kredytów. Odnośnie depozytów jesteśmy mniej optymistyczni i oczekujemy, że ich saldo pozostanie utrzymane tylko na poziomie roku 2010. Zwracamy uwagę, że wskaźnik kredyt/depozytów na koniec 2010 wyniósł tylko 58,2% i jest najniższy w sektorze. Przy naszych założeniach odnośnie wzrostu kredytów i depozytów na 2011, wzrośnie on o 7,9pp., ale pozostanie na relatywnie niskim poziomie 64,6%. Odnośnie marży odsetkowej, uważamy, że bank nie będzie w stanie jej utrzymać na poziomie 4,0%. Oczekujemy presji na marżę kredytów korporacyjnych oraz gorszej rentowności na portfelu papierów dłużnych.



ING BSK (Trzymaj)

Cena bieżąca: 851 PLN

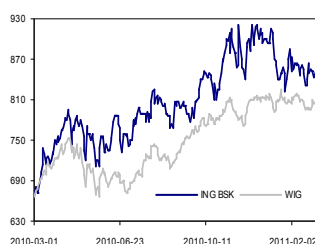
Cena docelowa: 850 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Wynik odsetkow y	1 402,5	1 627,6	16,0%	1 733,0	6,5%	1 816,4	4,8%	Liczba akcji (mln)	13,0
Marża odsetkow a	2,2%	2,6%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	11 071,5
WNDB	2 474,0	2 682,5	8,4%	2 868,5	6,9%	3 000,1	4,6%	Free float	25,0%
Wynik operacyjny*	976,5	1 096,5	12,3%	1 258,6	14,8%	1 337,6	6,3%		
Zysk brutto	724,1	934,1	29,0%	1 120,1	19,9%	1 234,7	10,2%		
Zysk netto	580,8	753,1	29,7%	896,1	19,0%	987,8	10,2%		
ROE	12,8%	14,3%		14,9%		14,9%		Zmiana ceny: 1m	-2,5%
P/E	19,1	14,7		12,4		11,2		Zmiana ceny: 6m	6,4%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	26,8%
DPS	0,0	0,0		15,0		31,0		Max (52 tyg.)	922,0
Dyid (%)	0,0	0,0		1,8		3,6		Min (52 tyg.)	671,0

* przed kosztami rezerw



Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację dla ING BSK z wyceną na poziomie 850 PLN. Uważamy, że w 2011 r. bank nie będzie w stanie utrzymać tempa poprawy marży odsetkowej odnotowanej w 2010, a już niski poziom kosztu ryzyka ogranicza od dołu jej dalszy spadek. W konsekwencji oczekujemy, że średnioroczne tempo wzrostu zysków ING BSK w perspektywie lat 2011-2012 będzie poniżej średniej dla sektora (13% względem 23%), co jest odzwierciedlone w obecnej wycenie relatywnej banku. Chociaż ING BSK jest notowany na atrakcyjnym wskaźniku P/E na rok 2011 na poziomie 12,4x, 12% poniżej średniej dla spółek porównywalnych, wycena oparta na wskaźniku na 2012 jest już neutralna względem sektora.

Wyniki zgodne z oczekiwaniami rynkowymi, ale lekko poniżej naszych prognoz

ING BSK zaraportował zysk netto za 4Q 2010 na poziomie 192 mln PLN (płasko Q/Q, ale +59% R/R), co było zgodne z oczekiwaniami rynkowymi (189 mln PLN), ale 6% poniżej naszej prognozy (204 mln PLN). Zgodnie z oczekiwaniami bank dokonał aktualizacji wyceny jednego z budynków co wpłynęło negatywnie na wyniki kwartalne w wysokości ok. 11 mln PLN (względem naszych oczekiwań na poziomie 10 mln PLN oraz przeszacowania z 4Q 2009 na poziomie 22 mln PLN). Wynik netto okazał się niższy niż nasze oczekiwania z powodu słabszego niż prognozowany wyniku prowizyjnego oraz wyniku handlowego.

Tempo wzrostu kredytów pozostaje silne, +4% Q/Q. Głównym czynnikiem wzrostu pozostają kredyty historyczne, które przyrosły o 13% Q/Q. Saldo kredytów korporacyjnych pozostało na niezmienionym poziomie Q/Q. Depozyty spadły nieznacznie o 1% Q/Q z powodu odpływu depozytów sektora instytucji rządowych i samorządowych. Depozyty detaliczne i korporacyjne wzrosły po 2% Q/Q. Wynik odsetkowy wzrósł o 3% Q/Q do 422 mln PLN dzięki wzrostowi sumy bilansowej, ponieważ marża odsetkowa pozostała na praktycznie niezmienionym poziomie Q/Q - 2,66%. Wynik prowizyjny na poziomie 256 mln PLN, płasko Q/Q, był dla nas lekkim rozczarowaniem. Pomimo wysokich przychodów z kart (+8% Q/Q), przychody z działalności maklerskiej były znacznie poniżej naszych prognoz, spadły aż o 22% Q/Q. Chociaż koszty operacyjne na poziomie 390 mln PLN (-1% Q/Q) były zgodne z naszymi oczekiwaniami, ich struktura już nie. Bank zanotował 32% wzrost Q/Q kosztów osobowych, co w naszej opinii mogło być związane ze zwiększonymi rezerwami na premie i bonusy. Z drugiej strony koszty administracyjne spadły aż o 42% Q/Q. W tej pozycji bank dokonał rozliczenia projektów rocznych i w konsekwencji rozwiązał część rezerw utworzonych wcześniej. Saldo rezerw na poziomie 61 mln PLN (+11% Q/Q) przełożyło się na koszt ryzyka w wysokości 72 pb. (+4pb. Q/Q). Przyrost ten wynikał z 20% wzrostu Q/Q rezerw w segmencie detalicznym, co tylko w części wynika z przyrostu salda kredytów.

Zarząd zaproponował dywidendę 15 PLN na akcję za 2010

Zarząd banku zaproponował dywidendę z zysku za 2010 na poziomie 15 PLN. Oznacza to, że bank przeznaczy na dywidendę tylko 26% zysku netto względem naszych oczekiwań na poziomie 40%. Stopa dywidendy wynosi 1,8%.



Kredyt Bank (Akumuluj)

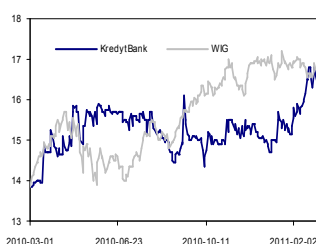
Cena bieżąca: 16,41 PLN Cena docelowa: 17,4 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	1 061,2	1 127,8	6,3%	1 222,2	8,4%	1 312,5	7,4%	Liczba akcji (mln)	271,7
Marża odsetkow a	2,7%	2,7%		2,7%		2,7%		MC (cena bieżąca)	4 457,9
WNDB	1 530,4	1 588,4	3,8%	1 712,8	7,8%	1 834,9	7,1%	Free float	12,8%
Wynik operacyjny*	848,1	703,5	-17,1%	775,5	10,2%	841,9	8,6%		
Zysk brutto	46,7	234,7	403,0%	414,8	76,7%	550,5	32,7%		
Zysk netto	34,6	185,9	438,0%	331,8	78,5%	440,4	32,7%		
ROE	1,3%	6,9%		11,1%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/E	129,0	24,0		13,4		10,1		Zmiana ceny: 6m	12,0%
P/BV	1,7	1,6		1,4		1,2		Zmiana ceny: 12m	17,8%
DPS	0,0	0,0		0,0		0,0		Max (52 tyg.)	16,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,9

* przed kosztami rezerw



Chociaż na przestrzeni ostatniego miesiąca walory Kredyt Banku zachowywały się lepiej niż indeks WIG Banki o 5pp., podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj na walory Kredyt Banku. Uważamy, że bank jest wyceniany atrakcyjnie na tle sektora, gdyż obecna cena nie odzwierciedla w pełni potencjału poprawy rentowności w średnim terminie. Bank notowany jest na wskaźniku P/E 13,4x na 2011 i 10,1x na 2012, czyli odpowiednio 3% i 12% poniżej średniej dla spółek porównywalnych. Oczekujemy, że po tym jak bank znacząco dorezerwował swój portfel kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych w latach 2009-2010, jego koszt ryzyka będzie stopniowo konwergował w stronę średnich rynkowych, co pozwoli dostarczyć dynamikę zysków powyżej średniej dla sektora (90% w 2011 i 33% w 2012 względem średniej dla sektora na poziomie 27% w 2011 i 18% w 2012).

Zysk netto zawyżony przez niski podatek, zysk brutto bliski naszych oczekiwań

Kredyt Bank zaraportował wyniki za 4Q z zyskiem netto na poziomie 57 mln PLN (+3% Q/Q oraz +184% R/R). Wynik netto okazał się aż o 26% lepszy od naszej prognozy (45 mln PLN) oraz 6% lepszy od oczekiwań rynkowych (54 mln PLN). Zysk netto był zaniżony 7 mln PLN odpisem z tytułu utraty wartości jednego z budynków. Zwracamy uwagę, że głównym powodem pozytywnego zaskoczenia była bardzo niska efektywna stopa podatkowa (4,9%). Zysk brutto na poziomie 60 mln PLN był 7% powyżej naszych oczekiwań.

Wynik odsetkowy wzrósł o 5% Q/Q do 297 mln PLN, pomimo płaskiego Q/Q salda kredytów i depozytów. Było to możliwe dzięki obniżeniu kosztu finansowania. Wynik prowizyjny poprawił się o 6% Q/Q do 89 mln PLN, co było związane z lepszą sprzedażą produktów inwestycyjno-ubezpieczeniowych. Z drugiej strony, wynik handlowy był słaby, -55% Q/Q do 22 mln PLN, częściowo wynikający z wysokiej bazy 3Q 2010. Koszty operacyjne były utrzymane na rozsądnym poziomie 241 mln PLN (+3% Q/Q). Saldo rezerw na poziomie 111 mln PLN pozostaje na wysokim poziomie, tylko -8% Q/Q. Chociaż rezerwy na segment detaliczny spadły aż o 47% Q/Q (lub 67 mln PLN z powodu jednorazowego dorezerwowania kredytów hipotecznych w 3Q w wysokości 57 mln PLN), rezerwy w segmencie korporacyjnym wzrosły aż o 50 mln PLN (Kredyt Bank rozwiązał rezerwy w 3Q w wysokości 19 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła tylko 4,9%. Bank utworzył aktywo podatkowe w wysokości 4 mln PLN oraz zmienił kwalifikacje pewnych kosztów na stanowiące koszty uzyskania przychodów, co przełożyło się na podatek niższy o 3 mln PLN.

Kredyt Bank pozyskał 150 mln EUR finansowania z EBI

Kredyt Bank poinformował, że podpisał z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym dwie umowy, na mocy których pozyskał dwie linie kredytowe w kwotach stanowiących równowartość 50 mln EUR oraz 100 mln EUR. Pozyskane środki w oparciu o umowę w kwocie stanowiącej równowartość 100 mln EUR będą przeznaczone na finansowanie transakcji kredytowych zawieranych z małymi i średnimi przedsiębiorstwami. Z kolei w przypadku umowy w kwocie stanowiącej równowartość 50 mln EUR, środki finansowe będą przeznaczone dla potrzeb finansowania podmiotów instytucjonalnych realizujących projekty inwestycyjne między innymi w zakresie: infrastruktury, energii odnawialnej, ochrony środowiska. Pozyskane środki stanowią 2,1% salda kredytów Kredyt Banku.



Millennium (Redukuj)

Cena bieżąca: 5,59 PLN

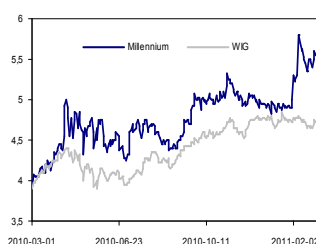
Cena docelowa: 5,1 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	691,1	1 009,8	46,1%	1 159,8	14,9%	1 344,4	15,9%	Liczba akcji (mln)	1 213,1
Marża odsetkow a	1,5%	2,2%		2,4%		2,5%		MC (cena bieżąca)	6 781,3
WNDB	1 434,2	1 714,3	19,5%	1 923,1	12,2%	2 145,9	11,6%	Free float	34,5%
Wynik operacyjny*	431,0	633,0	46,9%	779,0	23,1%	929,9	19,4%		
Zysk brutto	1,9	407,8		559,2	37,1%	752,2	34,5%		
Zysk netto	1,5	326,0		447,4	37,3%	601,8	34,5%		
ROE	0,1%	9,5%		10,5%		13,0%		Zmiana ceny: 1m	5,5%
P/E	3 175,2	20,8		15,2		11,3		Zmiana ceny: 6m	24,5%
P/BV	1,7	1,7		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	38,0%
DPS	0,0	0,0		0,1		0,1		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		1,8		2,6		Min (52 tyg.)	4,0

* przed kosztami rezerw



Na przestrzeni ostatniego miesiąca akcje Millennium dały zarobić 6,4%, czyli 7,8pp. powyżej indeksu WIG Banki. Uważamy, że nie jest to zasługa lepszego niż oczekiwany zysku netto za 4Q, lecz spekulacji rynkowych odnośnie rzekomego zamiaru BCP wyjścia z rynku polskiego. Zwracamy uwagę, że zakwalifikował on rynek polski jako strategiczny, co nie daje podstaw do oczekiwań szybkiego procesu dezinvestycji. W konsekwencji sądzimy, że obecna wycena banku na 2011 P/E na poziomie 15,2x, z 11% premią do średniej dla spółek porównywalnych, jest wymagająca. Ponieważ nasza cena docelowa 5,10 wskazuje na ryzyko 9% korekty kursu, obniżamy naszą rekomendację na Millennium do redukuj z trzymaj.

BCP nie rozważa wyjścia z polskiego rynku

W połowie lutego TVN CNBC podało, powołując się na komunikat BCP, że ten ostatni nie planuje sprzedaży Millennium. Tydzień wcześniej Reuters poinformował, powołując się na trzy źródła rynkowe, że BCP bada możliwości sprzedaży Millennium. Jedno ze źródeł miało twierdzić, że w ramach transakcji sprzedaży Millennium potencjalny kupiec mógłby równocześnie nabyć część udziałów w portugalskim banku. Serwis wymienił jako potencjalnych kupców: BNP Paribas, Intensa Sanpaolo, PKO BP, Deutsche Bank oraz Raiffeisen. Nasza wycena Millennium nie ma wbudowanej premii przejęciowej.

Millennium wydłużyło okres obowiązywania linii kredytowej od BCP

Millennium poinformowało, że przedłużyło okres obowiązywania linii kredytowej (o charakterze stand-by facility) udostępnionej przez BCP o rok do 2 lutego 2012. Linia ma limit 200 mln EUR.



Pekao (Trzymaj)

Cena bieżąca: 164 PLN

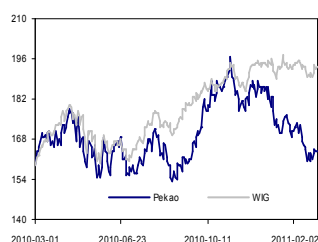
Cena docelowa: 155 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	3 802,3	4 099,9	7,8%	4 570,6	11,5%	4 886,7	6,9%	Liczba akcji (mln)	262,4
Marża odsetkow a	2,9%	3,0%		3,2%		3,2%		MC (cena bieżąca)	43 027,1
WNDB	7 062,5	7 191,5	1,8%	7 901,1	9,9%	8 431,6	6,7%	Free float	40,8%
Wynik operacyjny*	3 467,0	3 580,5	3,3%	4 222,6	17,9%	4 602,4	9,0%		
Zysk brutto	2 997,5	3 131,2	4,5%	3 812,1	21,7%	4 276,9	12,2%		
Zysk netto	2 411,7	2 517,0	4,4%	3 079,1	22,3%	3 457,4	12,3%		
ROE	14,1%	13,1%		14,9%		16,1%		Zmiana ceny: 1m	-4,1%
P/E	17,8	17,1		14,0		12,4		Zmiana ceny: 6m	3,1%
P/BV	2,4	2,1		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m	-0,9%
DPS	0,0	2,9		8,9		10,0		Max (52 tyg.)	196,5
Dyidyl (%)	0,0	1,8		5,4		6,1		Min (52 tyg.)	153,0

* przed kosztami rezerw



W marcu kurs Pekao spadł o 5%, silniej niż indeks sektorowy, zbliżając się wystarczająco blisko do naszej 9-miesięcznej ceny docelowej 155 PLN, w związku z tym podnosimy naszą rekomendację z redukuj na trzymaj. Przy obecnym kursie, bank jest wyceniany na 2011 P/E na poziomie 14,0x, czyli na równi ze średnią dla spółek porównywalnych. Dodatkowo oczekujemy, że Pekao wypłaci wysoką dywidendę za 2010, na poziomie 93% zysku netto, co przekłada się 5,4% stopę dywidendy i usprawiedliwia częściowo premię w wycenie porównawczej na rok 2012. Niemniej jednak, uważamy Pekao wśród dwóch banków z oczekiwaną wysoką dywidendą (powyżej 5%), Handlowy jest atrakcyjniejszą inwestycją niż Pekao.

Fitch podniósł perspektywę ratingu Pekao do stabilnej

Agencja Fitch podniosła perspektywę długoterminowego ratingu (IDR) Pekao do stabilnej z negatywnej. Jednocześnie agencja podniosła indywidualny rating Pekao do "B/C" z "C", potwierdzając pozostałe ratingi banku: długoterminowy rating IDR na poziomie "A-", krótkoterminowy na poziomie "F2" oraz rating wsparcia na poziomie "1".



PKO BP (Kupuj)

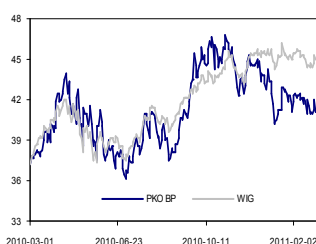
Cena bieżąca: 41,6 PLN Cena docelowa: 48 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(m ln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (m ln PLN)	
Wynik odsetkow y	5 051,2	6 572,9	30,1%	7 510,9	14,3%	8 196,3	9,1%	Liczba akcji (m ln)	1 250,0
Marża odsetkow a	3,5%	4,0%		4,2%		4,1%		MC (cena bieżąca)	52 000,0
WNDB	8 607,0	10 270,7	19,3%	11 151,8	8,6%	11 978,7	7,4%	Free float	48,8%
Wynik operacyjny*	4 624,0	6 009,0	30,0%	6 846,6	13,9%	7 419,9	8,4%		
Zysk brutto	2 943,3	4 072,5	38,4%	5 269,7	29,4%	6 209,3	17,8%		
Zysk netto	2 305,5	3 202,4	38,9%	4 192,5	30,9%	4 939,9	17,8%		
ROE	13,4%	15,3%		18,4%		19,3%		Zmiana ceny: 1m	-0,5%
P/E	22,6	16,2		12,4		10,5		Zmiana ceny: 6m	6,3%
P/BV	2,5	2,4		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	9,5%
DPS	1,0	1,9		1,0		1,7		Max (52 tyg.)	46,8
Dyid (%)	2,4	4,6		2,5		4,0		Min (52 tyg.)	36,2

* przed kosztami rezerw



PKO BP jest naszą preferowaną ekspozycją w sektorze bankowym ze względu na: 1) perspektywę poprawy marży odsetkowej jako konsekwencji wzrostu rynkowych stóp procentowych, 2) konserwatywną politykę tworzenia rezerw, która daje przestrzeń do ich spadku w przyszłości, 3) atrakcyjną wycenę. Uważamy, że ryzyko podaży akcji ze strony Skarbu Państwa jest już więcej niż odzwierciedlone w obecnej cenie. Oczekujemy, że po 38% wzroście zysku netto w 2010 do 3,2 mld PLN, spółka jest w stanie poprawić wynik netto o 31% w 2011 do 4,2 mld PLN. PKO BP jest jednym z najtańszych polskich banków, notowanym na 12,4x P/E, z 14% dyskontem do średniej dla spółek porównywalnych. Utrzymujemy naszą rekomendację kupuj.

Jagiello będzie Prezesem PKO BP przez następne trzy lata

Rada Nadzorcza PKO BP wybrała Zbigniewa Jagiello na kolejną kadencję na stanowisko Prezesa banku. Kadencja Zarządu trwa trzy lata, obecna kończy się 19 maja. Zgodnie z doniesieniami prasowymi w konkursie brało udział czterech kandydatów: Zbigniew Jagiello, Sławomir Lachowski (niegdyś Prezes BRE), Wojciech Papierak (obecny Wiceprezes PKO BP odpowiedzialny za pion detaliczny) oraz Mirosław Boniecki (były Wiceprezes BPH). Wynik konkursu nie jest dla nas zaskoczeniem. Informacja jest zgodna z naszymi oczekiwaniami.

Do sprzedaży udziałów PKO BP dojdzie najprawdopodobniej w 3Q, po dacie dywidendy – Wiceprezes BGK

Wiceprezes BGK, Jerzy Kurella, poinformował, że bank prowadzi prace analityczne w sprawie możliwości sprzedaży 10,2% pakietu akcji PKO BP, a proces może potrwać 4-5 miesięcy. Ponadto wskazał, że decyzja zostanie podjęta w pełnej korelacji z Ministerstwem Finansów i Ministerstwem Skarbu Państwa. W końcu zwrócił uwagę, że z punktu widzenia MSP najbardziej racjonalna byłaby sprzedaż po wypłacie dywidendy przez PKO BP. W latach 2005-2008 dzień dywidendy w PKO BP przypadał między lipcem a wrześniem, czyli w 3Q. Jest to zgodne z wcześniejszymi informacjami przekazanymi przez przedstawicieli BGK.



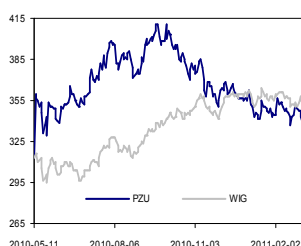
PZU (Akumuluj)

Cena bieżąca: 339,1 PLN Cena docelowa: 390 PLN

Analitik: Iza Rokicka

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Składka brutto:	14 362,7	14 602,9	1,7%	15 236,4	4,3%	16 017,6	5,1%	Liczba akcji (mIn)	86,4
majątkow a	8 023,7	8 065,6	0,5%	8 360,6	3,7%	8 798,1	5,2%	MC (cena bieżąca)	29 282,1
życiow a	6 340,8	6 537,2	3,1%	6 537,2	0,0%	6 875,7	5,2%	Free float	54,8%
Wynik techniczny	17 961,6	17 319,6	-3,6%	17 480,8	0,9%	18 374,1	5,1%		
Zysk brutto	4 565,8	2 792,1	-38,8%	3 077,4	10,2%	3 371,2	9,5%		
Zysk netto	3 762,9	2 261,6	-39,9%	2 492,7	10,2%	2 730,7	9,5%		
ROE	24,0%	19,0%		18,7%		18,6%		Zmiana ceny: 1m	-1,7%
P/E	7,8	12,9		11,7		10,7		Zmiana ceny: 6m	-12,3%
P/BV	2,6	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	
DPS	0,0	0,0		11,8		17,3		Max (52 tyg.)	411,0
Dyid (%)	0,0	0,0		3,5		5,1		Min (52 tyg.)	312,5



Podtrzymujemy rekomendację akumuluj na walory PZU i potwierdzamy naszą 9-miesięczną cenę docelową na poziomie 390 PLN. Uważamy, że rok 2011 będzie przede wszystkim rokiem poprawy rentowności w spółce majątkowej, wynikającej zarówno z poprawy szkodowości, jak i spadku kosztów administracyjnych. W konsekwencji, oczekujemy atrakcyjnego wzrostu zysku netto grupy o 10% R/R do 2,5 mld PLN. Ponadto zwracamy uwagę, że obecna relatywna wycena PZU jest atrakcyjna względem relatywnej wyceny banków. PZU jest notowane na 2011 P/E 11,7x z 26% premią do spółek z Europy Zachodniej, podczas gdy polskie banki na 2011 P/E 13,8x są notowane 41% powyżej banków z Europy Zachodniej.

Wyniki 4Q bez negatywnych zaskoczeń

Prezes PZU, Andrzej Klesyk powiedział dla PAP, że 4Q 2010 był w trendzie z poprzednimi kwartałami i że nie powinien przynieść negatywnych niespodzianek. Później Wiceprezes PZU, Przemysław Dąbrowski, zasugerował, że wynik netto spółki za 2010 będzie bliski oczekiwań rynkowych na poziomie 2,350 mld PLN. Wypowiedź Wiceprezesa sugeruje, że wynik netto za 4Q może sięgnąć 476 mld PLN, co byłoby rezultatem o 23% lepszym od naszej prognozy na poziomie 387 mld PLN.

PZU negocjuje zakup Skarbcza TFI – prasa

W dniu 18 lutego *Parkiet* doniósł, że PZU negocjuje z Enterprise Investors, funduszem private equity, w sprawie zakupu Skarbcza TFI. Według dziennika rozmowy są na zaawansowanym etapie, a jedyną sporną kwestią jest agent transferowy ProService AT, którego rzekomo PZU nie chce kupić. Ceną jaką EI chciałoby uzyskać za Skarbcza to ok. 100 mld EUR, co daje równowartość ok. 8,5% aktywów pod zarządzaniem Skarbcza. W naszej opinii cena 100 mld EUR jest wymagająca i swoim poziomem jest zbliżona do ceny po jakiej Santander odkupił od AIB fundusze Arka (ok. 10% aktywów pod zarządzaniem). Ceny w ostatnich transakcjach przeprowadzonych na rynku polskim (sprzedaż DWS TFI i upublicznienie Idea TFI) kształtują się znacznie niżej, w przedziale 4,5-5,0%. Dawałoby to wycenę Skarbcza na poziomie 210-240 mld PLN.

Uważamy, że przeprowadzenie powyższej transakcji nie stanowi zagrożenia dla naszych oczekiwań dywidendowych względem PZU. Na koniec 3Q 2010 spółka posiadała kapitał nadwyżkowy w równowartości 36 PLN na akcję. Nawet jeżeli cena powyższej transakcji miałyby się ukształtować bliżej 400 mld PLN niż 200 mld PLN, oznacza to „uszczerbek” na kapitale nadwyżkowym w wysokości 4,6 PLN na akcję.

W tym roku PZU zaprezentuje strategię zarządzania kapitałem

Prezes PZU, Andrzej Klesyk, powiedział, że w tym roku spółka zaprezentuje swoją strategię zarządzania kapitałem. Sposobami na wykorzystanie obecnej nadwyżki kapitałowej jest albo dywidenda albo akwizycja. Prezes przyznał, że nie widzi obecnie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej podmiotu, który byłby na sprzedaż i jednocześnie byłby atrakcyjnym podmiotem dla PZU. W końcu, powtórzył, że Zarząd zamierza rekomendować dywidendę za 2010 w górnej granicy widełek przedziału 25-45%. Na koniec 3Q 2010 wskaźnik wypłacalności wynosił 355%. Oznacza to, że PZU miało ok. 3,1 mld PLN nadwyżkowego kapitału (ponad wskaźnik wypłacalności na poziomie 250%), czyli ok. 36 PLN na akcję (yield na poziomie 10,1%). W naszych prognozach zakładamy, że stopa wypłaty dywidendy wzrośnie z 45% za 2010 do 60% za 2011 i 75% za 2012. W konsekwencji oczekujemy dywidendy na akcję na poziomie 11,79 PLN za 2010, 17,32 za 2011 i 23,72 PLN za 2012, co przekłada się na yield odpowiednio 3,3%, 4,9% i 6,6%.



JP Morgan rozważa sprzedaż akcji PZU

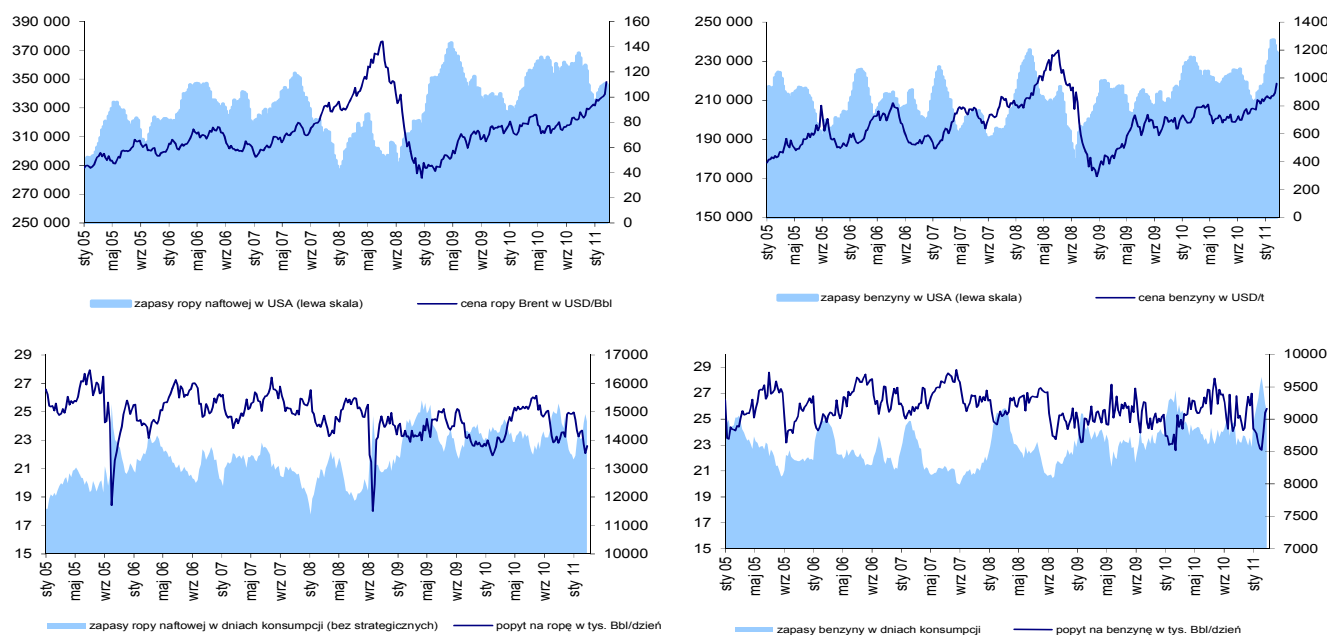
16 lutego PAP poinformował, że JP Morgan sonduje rynek w sprawie sprzedaży pakietu akcji PZU. Decyzja odnośnie sprzedaży najprawdopodobniej jeszcze nie zapadała. Zgodnie z danymi zawartymi w prospekcie PZU, JP Morgan posiada 4,1% udziału w spółce. Zgodnie z umową zawartą między Eureka a JP Morgan, *lock up* na akcje posiadane przez JP Morgan wygaś 16 lutego 2011.

Paliwa, chemia

Nadal bez przełomu na amerykańskim rynku paliw

Zapasy ropy w USA w lutym nieznacznie wzrosły, ale wraz ze spadkiem importu surowca dynamika zwiększania rezerw istotnie spowolniła pod koniec miesiąca. Amerykańskie rafinerie wyraźnie ograniczyły poziom przerobu (spadek wskaźnika CUR m/m średnio o 2,4 punktu procentowego) starając się chronić marże przy drożejącej ropie i wpłynąć na spadek bardzo wysokich zapasów paliw gotowych. Ta strategia zaczęła przynosić skutek pod koniec lutego i ostatecznie rezerwy benzyny zmniejszyły się o 0,6%, a średnich destylatów o 3%. Dane o popycie nadal nie przyniosły przełomu, a w ujęciu r/r dynamika zużycia benzyny w lutym wyniosła +1%, a dla średnich destylatów +0,3%. W naszej opinii trudno w obecnym otoczeniu bardzo wysokich cen ropy oczekiwać na lepsze odczyty dotyczące zużycia paliw nie tylko w USA, ale również na pozostałych kluczowych rynkach, gdzie dodatkowym problemem jest relatywnie mocny kurs dolara. Rozbieżność między cenami surowca (które obecnie odzwierciedlają już nie tylko optymistyczne oczekiwania co do popytu, ale też niepokoje geopolityczne), a sytuacją na realnym rynku negatywnie wpływa na poziom marż przerobowych i generuje wyższe koszty energetyczne dla rafinerii takich jak Orlen czy Lotos. Wiele wskazuje też na to, że zbyt duże nadzieje pokładane były w ostatnich wzrostach dyferencjału Ural/Brent, gdyż luty przyniósł korektę tego parametru o ponad 1 USD ze styczniowych szczytów, która w naszej opinii będzie kontynuowana. Będzie to wynikać zarówno ze wznowiania produkcji na platformach Shell i Statoil na Morzu Północnym po okresowych przestojach, uruchomieniu w połowie produkcji ze złoża Skarv, jak również braku spodziewanego wzrostu podaży ropy ciężkiej z Arabii Saudyjskiej w zamian za ropę lekką z Libii (ostatnie doniesienia wskazują, że Arabia Saudyjska zaproponowała europejskim odbiorcom ropę Arabian Light).

Zapasy ropy i benzyny w USA



Źródło: opracowanie DI BRE na podstawie Departamentu Energii



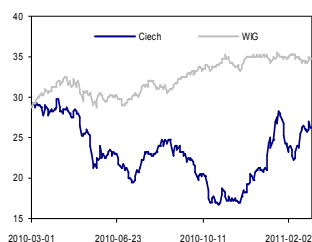
Ciech (Akumuluj)

Cena bieżąca: 26,15 PLN Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 686,7	3 960,3	7,4%	4 370,4	10,4%	4 391,4	0,5%	Liczba akcji (mln)	28,0
EBITDA	402,1	382,0	-5,0%	499,1	30,7%	494,7	-0,9%	MC (cena bieżąca)	732,2
marża EBITDA	10,9%	9,6%		11,4%		11,3%		EV (cena bieżąca)	2 294,5
EBIT	172,0	144,2	-16,2%	258,6	79,3%	247,8	-4,2%	Free float	35,6%
Zysk netto	-73,8	20,5		92,2	349,8%	77,4	-16,0%		
P/E		35,7		7,9		9,5		Zmiana ceny: 1m	12,5%
P/CE	4,7	2,8		2,2		2,3		Zmiana ceny: 6m	9,5%
P/BV	0,9	0,8		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	-8,8%
EV/EBITDA	5,7	6,1		4,6		4,5		Max (52 tyg.)	29,8
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	16,6



Akcje Ciechu zanotowały kolejny bardzo dobry miesiąc, zachowując się znacznie lepiej od szerokiego rynku, na co wpłynęła zapewne zrealizowana z sukcesem emisja akcji. Opublikowane wyniki za 4Q'10 po oczyszczeniu o czynniki jednorazowe okazały się jednak nieco gorsze od naszych oczekiwań, co w krótkim terminie może osłabić sentyment do Spółki. W naszej opinii jednak nie zmieniają one pozytywnych perspektyw na rok 2011, szczególnie w segmencie sodowym, gdzie spodziewamy się znacznej poprawy wyników r/r (zaniżona baza, wzrost cen i wolumenów). Powinno to być już odzwierciedlone w raporcie za 1Q'2011, w którym dodatkowo zyski wzmocni wysoko rentowna sprzedaż środków ochrony roślin. Procesy dezinvestycyjne oraz środki emisji rozwiązują z kolei problem bilansu Ciechu. Wycena Ciechu na tle branży pozostaje więc atrakcyjna i utrzymujemy pozytywną rekomendację, ale ze względu na ostatnie wzrosty kursu obniżamy zalecenie z kupuj do akumuluj.

Umowa kredytowa podpisana

Ciech podpisał umowę kredytową z konsorcjum banków (wcześniej 21 stycznia podpisany był list mandatowy w tej sprawie). Finansowanie obejmuje kredyty dwuwalutowe na kwotę 875 mln PLN oraz kredyt inwestycyjny od EBOR denominowany w EUR o równowartości 300 mln PLN. Amortyzacja tych zobowiązań będzie następować w okresie od 30 grudnia 2011 do 31 marca 2016 roku. Oprocentowanie będzie zależało od wskaźników zadłużenia i będzie zmienne w czasie, ale marża już od początku obowiązywania umowy ma być niższa niż dotychczasowa.

Podsumowanie subskrypcji akcji

W ramach wtórnej emisji akcji Ciechu inwestorzy złożyli zapisy na 42 mln akcji, z czego 21,8 mln akcji w ramach praw poboru i ponad 20,3 mln akcji w ramach zapisów dodatkowych (redukcja 94% gdyż oferta obejmowała 23 mln akcji). Nowe walory objął m.in. Skarb Państwa. Pierwsze notowanie praw do akcji zaplanowano nie później niż 10 marca.

Prywatyzacja w tym roku

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz zapowiedział, że resort w tym roku chce sprywatyzować ZA Puławy i Ciech poprzez giełdę. Podobną formułę rozważa w sprawie ZAT i ZCH Police. Ministerstwo prawdopodobnie będzie oczekiwało na wezwania od zainteresowanych inwestorów. Deklaracja o kontynuacji procesu prywatyzacji nie jest zaskoczeniem, ale taka formuła rodzi obawy o podaż akcji dla inwestorów finansowych. W przypadku Ciechu istnieje jednak szansa, że po procesie restrukturyzacji Grupy, uda się zainteresować podmioty z branży.

Wyniki 4Q lepsze od oczekiwań, ale dzięki one-offom

W 4Q'2010 Ciech wygenerował wyniki lepsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, ale wynikało to przede wszystkim z wysokiego dodatniego salda na pozostałej działalności operacyjnej, które sięgnęło 40,9 mln PLN. Złożyły się na to następujące pozycje: sprzedaż nieruchomości przy Powązkowskiej 20-25 mln PLN (zakładaliśmy tylko 8 mln PLN, ale Spółka prawdopodobnie odwróciła jakieś wcześniejsze odpisy dotyczące tego aktywa), wpływu ugody Soda Deutschland z dostawcą ciepła Vasa (23 mln PLN), sprzedaż uprawnień do emisji (4 mln PLN), rozłożenie płatności za parę w Górzce (+9 mln PLN) oraz odpis na aktywa niematerialne (-10 mln PLN). Oczyszczony EBIT wyniósł więc 8,1 mln PLN vs. zakładane 12,9 mln PLN. W rozbiciu segmentowym warto odnotować utrzymanie dobrego wyniku q/q w sodzie (55,5 mln PLN oczyszczonej EBITDA), co wspiera naszą tezę, że tylko ze względu na zaniżoną bazę 1H'2010 wyniki Ciechu w 2011 roku powinny poprawić się o 60 mln PLN (nie licząc podwyżki cen i wzrostu wolumenów). Segment organiczny zanotował zgodnie z oczekiwaniami stratę operacyjną (-18,8 mln PLN vs. -16,6 mln PLN w 3Q przy wyższym ujemnym saldzie na pozostałej działalności operacyjnej o 1,2 mln PLN), co przy mocnych spadkach cen TDI należy uznać za rezultat przyzwoity (spadek marż q/q zgodnie z założeniami zamortyzował wzrost



wolumenu po zakończeniu przestoju remontowego). W segmencie agrochemicznym EBIT wyniósł 9,3 mln PLN co było wynikiem tylko o 1,5 mln PLN lepszym niż w 3Q mimo wzrostu cen nawozów. Przy okazji tego obszaru warto odnotować, że Ciech podał oddzielnie wyniki Fosforów Gdańskich, które mają być sprzedane do ZAP. Roczny EBIT przyporządkowany do tego podmiotu wyniósł w 2010 tylko 10 mln PLN, co oznacza, że ubytek zysków po realizacji transakcji powinien być mniejszy (o około 10-15 mln PLN) niż wcześniej szacowano (35 mln PLN EBITDA). Część marży na sprzedaży nawozów może być jednak realizowana przez Ciech SA więc trudno uznać te dane za twardy punkt odniesienia.



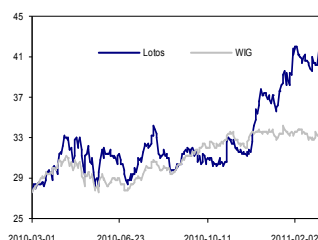
Lotos (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 41,61 PLN Cena docelowa: 28,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	14 321,0	19 680,9	37,4%	25 514,4	29,6%	26 803,0	5,1%	Liczba akcji (mln)	129,9
EBITDA	704,6	1 155,8	64,0%	1 809,3	56,5%	2 109,9	16,6%	MC (cena bieżąca)	5 404,0
marża EBITDA	4,9%	5,9%		7,1%		7,9%		EV (cena bieżąca)	11 405,2
EBIT	419,8	769,1	83,2%	1 060,3	37,9%	1 310,9	23,6%	Free float	46,8%
Zysk netto	900,8	651,0	-27,7%	505,0	-22,4%	941,4	86,4%		
P/E	6,0	8,3		10,7		5,7		Zmiana ceny: 1m	-0,7%
P/CE	4,6	5,2		4,3		3,1		Zmiana ceny: 6m	36,9%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,6		Zmiana ceny: 12m	48,6%
EV/EBITDA	15,3	9,8		6,3		5,1		Max (52 tyg.)	42,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,0



Akcje Lotosu kolejny miesiąc z rzędu zachowywały się lepiej od akcji Orlenu mimo niezbyt korzystnej naszym zdaniem transakcji przejęcia Geonafty i słabych wyników wg LIFO za 4Q, które powinny w naszej opinii ostudzić trochę rosnące oczekiwania na rok 2011, tym bardziej, że obecne otoczenie makro wyjątkowo nie sprzyja generowaniu gotówki przez rafinerie. Spadek marż hurtowych i detalicznych oraz korekta dyferencjału z wysokich styczniowych poziomów (w naszej opinii ta tendencja będzie kontynuowana wraz z wracaniem do produkcji remontowanych obecnie platform na Morzu Północnym, m.in. projektu Skarv o potencjale 3,3 mln ton ropy/rok) zwiastują w naszej opinii słabe wyniki wg LIFO w 1Q. Podtrzymujemy negatywną rekomendację.

Zgodny z oczekiwaniami znaczny spadek EBIT LIFO q/q w 4Q

Skonsolidowany wynik operacyjny Lotosu w 4Q wyniósł 229,7 mln PLN co plasuje się blisko konsensusu i naszych prognoz. Warto jednak zwrócić uwagę, że zostało to wypracowane przy wyższym niż zakładaliśmy efekcie LIFO (177 mln PLN vs. 140 mln PLN w naszej prognozie i 130 mln PLN w konsensusie). Jednocześnie spółka zaksięgowała ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -36 mln PLN, tak więc ostatecznie oczyszczony EBIT LIFO wyniósł 88 mln PLN vs. 92 mln PLN naszej prognozy i 101 mln PLN konsensusu. Wyniki segmentu wydobywczego zostały obciążone odpisem nakładów na złoża B4 i B6 (wydłużający się okres między nakładami a możliwym zwrotem) w kwocie -48,3 mln PLN. Zysk oczyszczony o ten one-off oraz uwzględniający korekty konsolidacyjne wyniósłby 14,8 mln PLN wobec zakładanych przez nas 38 mln PLN. Jest to więc kolejny kwartał rozczarowujących wyników na wydobywaniu mimo wysokiego wolumenu przerobu ropy. Rozewie w rafinerii (49 tys. ton przy wydobywaniu 34 tys. ton). W segmencie rafineryjnym po wyłączeniu straty z obszaru detalicznego (-3,8 mln PLN) EBIT wyniósł 267 mln PLN, a po oczyszczeniu o efekt przeszacowania zapasów i saldo na pozostałej działalności operacyjnej (+12 mln PLN) wynik operacyjny wg LIFO wyniósł 78 mln PLN vs. zakładane 82 mln PLN. Zwracamy uwagę, że te rezultaty zostały wypracowane przy niższej niż zakładaliśmy skonsolidowanej amortyzacji (113 mln PLN vs. 133 mln PLN), tak więc odchylenia na poziomie EBITDA są wyższe. Wyniki za 4Q potwierdziły naszą tezę, że zysk z 3Q'2010 był zawyżony przez różnice kursowe z operacji, których tym razem zabrakło. Zwracamy również uwagę, że q/q pogorszyła się struktura uzysków (większy udział ciężkich pozostałości), ale to akurat powinno się poprawić po uruchomieniu instalacji HC.

Telekonferencja wynikowa Lotosu

W czasie telekonferencji po wynikach Zarząd Lotosu poinformował, że cena płacona za 59,4% udziałów w AB Geonafta wyniesie 56,8 mln EUR (może być skorygowana o wysokość długu netto), a rezerwy przypisane do tej litewskiej spółki wynoszą około 1 mln ton ropy. Lotos ma konsolidować te aktywa od lutego. Implikowana wartość całej spółki wynosi więc 95 mln EUR, co oznacza iż Lotos płaci 17,5 USD za baryłkę ropy w rezerwach 2P. Cena wydaje się wygórowana, zarówno w kontekście starzejących się pól eksploataowanych przez Geonafta jak i wskaźnika P/E (9,1 przy założeniu braku długu netto) liczonego dla średniej zysku netto z lat 2008-09 (średnia cena ropy 80 USD/Bbl). Przypominamy, że wcześniej prasa donosiła iż cena za większościowy pakiet Geonafty sięgnie tylko 136 mln PLN. Zarząd odniósł się również do kwestii rosnącej konkurencji na rynku krajowym. W przeciwieństwie do Orlenu, Spółka uważa że nie ma zagrożenia dla premii łądowej, a obecną sytuację postrzega jako proces normalizacji marż po okresie wysokich poziomów w latach 2009-10 (niezależnie od sformułowań potwierdzałoby to więc oczekiwania spadku premii łądowej). Lotos spodziewa się natomiast spadku marż na paliwie lotniczym z uwagi na jej rekordowe poziomy i otwarcie lotniska na Okęciu dla alternatywnych wobec Orlenu dostawców. Zarząd potwierdził również, że aktywo podatkowe rozpoznane w wynikach 4Q (efektywna stopa podatkowa 6%) jest związane z operacjami na szelfie norweskim i nie ma jeszcze charakteru gotówkowego. Jeśli chodzi o plany przerobu ropy w 2011 roku, to Spółka nie oczekuje aby udało się osiągnąć maksymalny poziom 10,5 mln ton już teraz (instalacja ROSE będzie uruchomiona dopiero w marcu, MHC rozpoczął

produkcję w lutym) i raczej spodziewa się poziomu poniżej 10 mln ton (oznacza to konieczność skorygowania naszych prognoz w których zakładaliśmy 10,5 mln ton). Jeśli chodzi o złożę Yme to Zarząd poinformował, że koszty wydobycia bez amortyzacji wyniosą około 35 USD/Bbl (jest to zgodne z naszymi założeniami, ale przypominamy że kwartalne opóźnienie w uruchomieniu produkcji na tym projekcie skłania nas do korekty prognoz na rok 2011).

Rezygnacja z koncesji PL556

Lotos E&P Norge zrezygnował z praw do 50% udziału w koncesji PL 556 zlokalizowanej na Morzu Norweskim. Spółka podjęła taką decyzję po analizie potencjału geologicznego, który nie uzasadniał wiercenia otworu poszukiwawczego w ramach kolejnego etapu rozwoju złoża. Pierwszy etap projektu zakończył się 19 lutego. Koncesja PL 556 była jedną z siedmiu koncesji posiadanych przez Lotos na szelfie norweskim i jedną z trzech na której Spółka była operatorem. Koncesja była przyznana w styczniu 2010 roku, a pierwszy etap projektu związany z analizą potencjału geologicznego miał kosztować 3 mln PLN. Podana informacja o rezygnacji z tej koncesji jest neutralna dla kursu.

TNK-BP zainteresowane Lotosem

Według prasowych doniesień zainteresowanie prywatyzacją Lotosu wyraża koncern TNK-BP, którego przedstawiciele właśnie w tej sprawie byli w Polsce w styczniu. Przypominamy, że MSP czeka na wstępne oferty prywatyzacyjne do 14 marca. W prasowych artykułach już pojawiły się spekulacje o zainteresowaniu udziałem w tej transakcji koncernów rosyjskich i amerykańskich. Jednocześnie premier zapowiedział, że nie należy się spodziewać rozstrzygnięć w tej sprawie przed 2012 rokiem, co wpisuje się w kalendarz tegorocznych wyborów. W naszej opinii ostatnie zamieszanie z domniemanym libijskim kapitałem przy sprzedaży Enei wskazuje, że dopuszczenie państwowych rosyjskich gigantów do transakcji jest mało prawdopodobne, a zainteresowanie wyrażane przez Chevron czy Exxon należy traktować bardziej jako element marketingu w kontekście ich starań o eksploatację złóż gazu łupkowego niż realne zamiary złożenia oferty.



PGNiG (Kupuj)

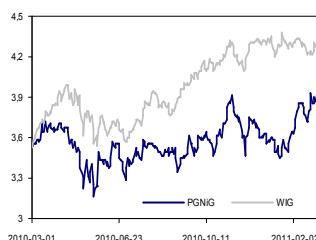
Cena bieżąca: 3,94 PLN

Cena docelowa: 4,4 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	19 290,4	21 332,0	10,6%	23 126,7	8,4%	23 926,7	3,5%	Liczba akcji (mln)	5 900,0
EBITDA	2 830,0	3 846,9	35,9%	4 097,1	6,5%	5 097,1	24,4%	MC (cena bieżąca)	23 246,0
marża EBITDA	14,7%	18,0%		17,7%		21,3%		EV (cena bieżąca)	27 173,2
EBIT	1 333,8	2 351,0	76,3%	2 453,4	4,4%	3 193,0	30,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	1 202,0	2 014,9	67,6%	1 733,7	-14,0%	2 088,4	20,5%		
P/E	19,3	11,5		13,4		11,1		Zmiana ceny: 1m	8,5%
P/CE	8,6	6,6		6,9		5,8		Zmiana ceny: 6m	16,6%
P/BV	1,1	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	11,0%
EV/EBITDA	8,5	6,5		6,6		5,1		Max (52 tyg.)	3,9
Dyid (%)	0,6	2,0		3,3		3,0		Min (52 tyg.)	3,2



Sentyment do PGNiG wyraźnie w ostatnich tygodniach się poprawił, zapewne z uwagi na oczekiwania bardzo dobrych wyników za 4Q podsypane jeszcze spekulacjami o możliwym rozwiązaniu rezerw w segmencie dystrybucji. Podtrzymujemy opinię, że w 1Q'2011 zyski również powinny być wysokie, gdyż spread na gazie z importu przy obecnym kursie USD/PLN nie jest istotnie gorszy od poziomów z 4Q, a dodatkowym czynnikiem wsparcia dla EBIT będzie sezonowy wzrost zysków w dystrybucji oraz segmencie wydobywczym dzięki wysokim cenom ropy. Lepsze rezultaty kwartalne powinny stworzyć grunt do pełniejszego dyskontowania bliskich już perspektyw finalizacji projektów wydobywczych (Norwegia, Pakistan, LMG) oraz magazynowych. Utrzymujemy rekomendację kupuj.

Komentarz do prywatyzacji SPEC i cen ropy

Wiceprezes Sławomir Hinc poinformował, że PGNiG przyjrzy się wystawionej na sprzedaż warszawskiej firmie ciepłowniczej SPEC, której wartość szacowana jest na 750 mln PLN. Jest to firma zajmująca się dystrybucją ciepła na terenie stolicy. PGNiG odniósł się również do obecnych trendów na rynku ropy, które według koncernu prowadzą nieuchronnie do podwyżek cen gazu i dlatego też został złożony wniosek o podniesienie taryfy od kwietnia. SPEC to typowa działalność infrastrukturalna bardzo bliska segmentowi dystrybucji PGNiG, tak więc uważamy że pomysł przejęcia tych aktywów jest ciekawy. Jeśli chodzi o ceny gazu rosyjskiego, to rzeczywiście w 2Q'2011 jego ceny przy założeniu utrzymania się aktualnych cen ropy wzrosną w ujęciu dolarowym o około 7%, co przy utrzymaniu się obecnego kursu USD/PLN oznaczać będzie wzrost cen w PLN o niecałe 6%. W tym kontekście są przesłanki do podwyżki taryfy. Zwracamy jednocześnie uwagę, że w 1Q'2011 mimo obniżki taryfy, spread na gazie z importu dzięki umocnieniu złotego nie będzie istotnie odbiegał od tego z 4Q'2010, co przy sezonowo wysokich wolumenach pozwoli naszym zdaniem na wypracowanie bardzo dobrych wyników. W 2Q'2011 bez podwyżki taryfy ta relacja zapewne się pogorszy, aczkolwiek wiele będzie zależało od kursu USD/PLN, a sezonowo niższe wolumeny będą zmniejszać ekspozycję na stratę na imporcie. Utrzymanie się obecnych cen ropy z punktu widzenia segmentu wydobywczego poprawi z kolei wyniki tego roku o ponad 100 mln PLN.

Evakuacja pracowników z Libii

PGNiG przeprowadziło proces ewakuacji pracowników z Libii w związku z trwającymi tam zamieszkami. Łącznie w tym kraju pracuje 30 osób z Grupy i obecnie są bezpieczni. Koncesja Murzuq na której PGNiG prowadzi prace poszukiwawcze jest oddalona od Trypolisu o 1500 km. Podobnie jak w przypadku Egiptu na razie nie widzimy ryzyka jakichkolwiek odpisów związanych z inwestycją PGNiG w Libii. Projekt jest na etapie wykonywania zdjęć sejsmicznych i analizy zgromadzonego materiału. Pierwszy odwiert zaplanowano na ten rok. Do tej pory łączne nakłady poniesione w Libii są szacowane na około 40 mln EUR. Wartość księgową spółki libijskiej na koniec czerwca 2010 wynosiła 65 mln EUR, ale uwzględniała przeprowadzone w 1H'2010 podniesienie kapitału o 18 mln EUR, które miało zapewnić finansowanie na dalsze prace poszukiwawcze. Szacowane zasoby tej koncesji przekraczają 100 mld m3 gazu i 15 mln ton kondensatu. Produkcja mogłaby się rozpocząć w 2015 roku, aczkolwiek warto odnotować że zgodnie z tamtejszymi uwarunkowaniami administracyjnymi na PGNiG przypadłoby tylko 15% wydobywanego surowca, ale Spółka będzie mogła odzyskać kwalifikowane koszty poszukiwawcze w przypadku odkrycia wydobywalnych złóż węglowodorów. W naszym modelu wyceny projekt libijski uwzględniamy po wielkości poniesionych nakładów, czyli 159 mln PLN.

Pozytywny odwiert na koncesji gazu łupkowego

Według doniesień Rzeczypospolitej PGNiG zakończyło z sukcesem pierwszy odwiert na terenie koncesji w rejonie Wejherowa. Za kilka tygodni ma rozpocząć kolejny. Osoby związane z

pracami przyznają, że wyniki odwiertu okazały się bardzo obiecujące, gdyż zaobserwowano przepływ gazu. Jeśli wyniki drugiego odwiertu i zabieg szczelinowania potwierdzą występowanie złoża, to możliwe że jeszcze w tym roku Spółka rozpocznie próbną produkcję. Informacja pozytywna, aczkolwiek należy pamiętać że w przypadku eksploatacji złóż gazu łupkowego od pierwszych odwiertów do produkcji przemysłowej upływa kilka lat. W polskich warunkach proces ten wydaje się też trudniejszy do przeprowadzenia niż np. w USA.

Rozmowy z Gazpromem o obniżce

PGNiG i Gazprom mają powołać grupy robocze, których celem ma być negocjowanie warunków cenowych zakupu gazu. Podobno nie ma szans na wprowadzenie do formuły notowań spotowych gazu, ale polska spółka liczy na renegocjację innych elementów kontraktu. Ewentualny sukces na tym polu, choć wydaje się mało prawdopodobny (koniunktura się poprawia i spotowe ceny gazu rosną, podobnie jak wolumeny), to raczej byłby w całości przeniesiony na klientów przez taryfę URE, podobnie jak to miało miejsce z dyskontem z 4Q'2010. Rozmowy z Gazpromem oceniamy pozytywnie, gdyż w perspektywie uwolnienia polskiego rynku w przyszłości PGNiG musi dbać o to aby cena gazu w kontrakcie jamalskim nie różniła się od tej płaconej przez firmy z Europy Zachodniej. Rozbudowywana infrastruktura gazowa w Polsce (magazyny, interkonektory, terminal) stanowią obecnie ciekawe argumenty w rozmowach z rosyjskim koncernem.

Police chcą negocjować konwersję długów wobec PGNiG

Nowy Prezes Polic Krzysztof Jałosiński chciałby aby firma została wzmocniona przez inwestora jeszcze w tym roku. Potencjalnymi inwestorami mogłyby być ZA Puławy, Anwil czy ZA Tarnów. Zarząd będzie chciał również rozmawiać z PGNiG w sprawie konwersji 100 mln PLN zadłużenia na akcje Polic. Konwersja wierzytelności na akcje Polic przy aktualnym kursie byłaby negatywną informacją dla PGNiG. Można sobie co prawda wyobrazić, że koncern mógłby od razu spieniężyć otrzymany pakiet, ale przy takiej zmienności notowań chemicznej spółki ryzyko takiej transakcji oceniamy jako wysokie. Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich negocjacjach w których PGNiG nie zgodziło się na spłatę zaległych płatności w aktywach Polic, również tym razem nie dojdzie do porozumienia.

Możliwe rozwiązanie rezerw w dystrybucji

Według prasowych doniesień, w 4Q'2010 PGNiG prawdopodobnie zdecyduje się na odwrócenie około 300 mln PLN odpisów na aktywa dystrybucyjne w związku z poprawą rentowności tego segmentu. Nie uwzględniamy tego w naszych prognozach na 4Q'2010. Zwracamy uwagę, że jest to zapis księgowy i nie zwiększa on naszej wyceny PGNiG, gdyż lepsze perspektywy obszaru dystrybucyjnego odzwierciedlamy już w prognozach wyników na kolejne lata.



PKN Orlen (Redukuj)

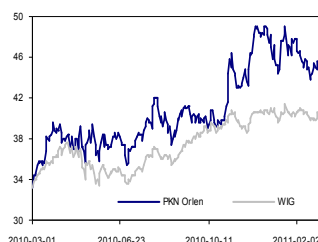
Cena bieżąca: 46,2 PLN

Cena docelowa: 40,7 PLN

Analitik: Kamil Kliszcz

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	67 928,0	83 547,0	23,0%	88 844,2	6,3%	94 943,6	6,9%	Liczba akcji (mln)	427,7
EBITDA	3 665,0	5 546,0	51,3%	4 956,1	-10,6%	5 523,5	11,4%	MC (cena bieżąca)	19 760,2
marża EBITDA	5,4%	6,6%		5,6%		5,8%		EV (cena bieżąca)	33 068,1
EBIT	1 097,0	3 123,0	184,7%	2 131,2	-31,8%	2 650,5	24,4%	Free float	72,5%
Zysk netto	1 308,7	2 371,0	81,2%	1 915,8	-19,2%	2 177,4	13,7%		
P/E	15,1	8,3		10,3		9,1		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	5,1	4,1		4,2		3,9		Zmiana ceny: 6m	13,5%
P/BV	1,0	0,9		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	33,5%
EV/EBITDA	8,9	5,5		6,7		5,7		Max (52 tyg.)	49,0
Dyid (%)	0,0	0,0		2,2		2,0		Min (52 tyg.)	34,6



W lutym akcje Orlenu zachowywały się gorzej od szerokiego indeksu mimo dalszego wzrostu cen ropy, napędzanych przez zamieszki w Libii. Takie otoczenie rzeczywiście, poza wysokim dodatnim efektem LIFO, nie sprzyja rafineriom ze względu na presję na marżę rafineryjną oraz wzrost kosztów zużycia własnych na cele energetyczne. Rekordowe ceny detaliczne wpływają również na dalszy spadek marż na stacjach benzynowych. Połączenie tych czynników ze spadkiem premii lądowej (konkurencja na polskim rynku z Lotosem) oraz planowanym rozpoczęciem dużego remontu w rafinerii w Płocku nie napawa optymizmem jeśli chodzi o wynik operacyjny wg LIFO w 1Q'2011. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wyniki za 4Q zgodne z szacunkami

Skonsolidowane wyniki Orlenu za 4Q'2010 były zgodne z naszymi prognozami i konsensusem. Segment rafineryjny wypracował 610 mln PLN zysku operacyjnego przy efekcie LIFO przyporządkowanym do tego obszaru na poziomie 469 mln PLN. Po uwzględnieniu wpływu ujemnego salda na pozostałej działalności operacyjnej w kwocie -180 mln PLN (głównie Możejki w kwocie -138 mln PLN), oczyszczony EBIT LIFO wyniósł 321 mln PLN wobec zakładanych przez nas 290 mln PLN. W segmencie petrochemicznym raportowany wynik operacyjny wyniósł 117 mln PLN wobec zakładanych 70 mln PLN, ale różnica to przede wszystkim kwestia dodatniego efektu LIFO przyporządkowanego do tego obszaru w kwocie 30 mln PLN. Dodatkowo, obok negatywnych odpisów na majątek w Spolanie (-87 mln PLN) pojawił się również dodatni efekt czynników jednorazowych w kwocie 35 mln PLN (jednostki redukcji emisji NOx oraz odszkodowania za awarię w Anwilu). Segment detaliczny wypracował 224 mln PLN vs. 207 mln PLN rok wcześniej przy naszej prognozie 202 mln PLN. Na poziomie kosztów nieprzypisanych Spółka zanotowała -204 mln PLN wobec zakładanych -150 mln PLN, na co wpływ miały rezerwy na świadczenia pracownicze oraz koszty „projektów rozwojowych”. Ostatecznie skonsolidowany EBIT ukształtował się na poziomie niecałe 3% wyższym niż oczekiwaliśmy. Saldo na działalności finansowej łącznie z wpływem zysków z Polkomtela (37 mln PLN) wyniosło -49 mln PLN wobec zakładanych -60 mln PLN. Na poziomie zysku netto odchylenie od naszej prognozy wyniosło 13 mln PLN.

Wysoki cash flow operacyjny w 4Q

W raporcie za 4Q'2010 warto odnotować bardzo wysoki poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej (+2,8 mld PLN), co pozwoliło na obniżenie zadłużenia netto o 2 mld PLN do poziomu 7,8 mld PLN. Wpływ na taki cash flow z operacji miało wysokie dodatnie saldo na kapitale obrotowym (+1,44 mld PLN), na co złożył się spadek należności (592 mln PLN) i wzrost zobowiązań (832 mln PLN), przy neutralnym wpływie zapasów (wzrost cen zrekomensowała sprzedaż zapasów obowiązkowych za 910 mln PLN). Taka redukcja zadłużenia robi oczywiście wrażenie i ma znaczenie w kontekście kalkulacji wskaźników EV/EBITDA, które teraz będą opierać się na niższym długu netto na koniec roku. Zwracamy jednak uwagę, że wskaźnik rotacji należności znajduje się obecnie na rekordowo niskim poziomie (efekt faktoringu), a z kolei uzyskiwanie odroczenia płatności za ropę może być coraz mniej atrakcyjne kosztowo w relacji do długu bankowego. W tym kontekście wskaźniki liczone dla Spółki powinny być korygowane. Oczekujemy, że po zrolowaniu krótkoterminowej części zadłużenia Zarząd Orlenu zrezygnuje z części finansowania poprzez kredyt kupiecki i faktoring.

Rekordowe ceny detaliczne obniżają popyt

PKN Orlen poinformował, że w związku z wyraźnym negatywnym wpływem rekordowo wysokich cen na stacjach na wolumeny sprzedaży, koncern stara się utrzymywać ceny poniżej psychologicznej bariery 5 PLN. Ten komunikat potwierdza wcześniejsze prasowe doniesienia, że w styczniu w Polsce spadła sprzedaż paliw (dynamika podobno sięgnęła -10%). Zwracamy



uwagę, że jest to kolejny parametr który może wpływać negatywnie na wyniki spółek rafineryjnych (zarówno poprzez słabe marże paliwowe jak i wolumeny). Nie jest to zjawisko charakterystyczne tylko dla Polski ze względu na relatywnie mocnego dolara, co może powodować problemy z realizacją ambitnych prognoz globalnego zużycia paliw w tym roku. Przypominamy, że segment detaliczny w PKN Orlen wypracował w 2009 roku 880 mln PLN EBIT, a w 2010 roku 825 mln PLN (spadek marży detalicznej). Zakładane dotychczas przez nas utrzymanie się tych poziomów w 2011 roku może okazać się zbyt optymistyczne.



Police (Sprzedaj)

Cena bieżąca: 10,15 PLN

Cena docelowa: 5,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 485,6	2 022,6	36,2%	2 168,7	7,2%	2 222,2	2,5%	Liczba akcji (mln)	75,0
EBITDA	-327,4	78,7		123,5	56,9%	124,5	0,9%	MC (cena bieżąca)	761,3
marża EBITDA	-22,0%	3,9%		5,7%		5,6%		EV (cena bieżąca)	1 107,8
EBIT	-407,5	4,3		50,5	1075,5%	54,2	7,2%	Free float	26,2%
Zysk netto	-422,1	25,7		25,9	0,7%	31,4	21,3%		
P/E		29,6		29,4		24,3		Zmiana ceny: 1m	10,8%
P/CE		7,6		7,7		7,5		Zmiana ceny: 6m	84,5%
P/BV	1,4	1,5		1,4		1,3		Zmiana ceny: 12m	59,3%
EV/EBITDA		14,2		9,0		8,6		Max (52 tyg.)	11,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	4,6



Utrzymujące się wysokie ceny nawozów nadal pozytywnie wpływają na zachowanie się kursu akcji Polic, mimo iż naszym zdaniem obecna wycena jest bardzo trudna do uzasadnienia w średnim terminie. Kolejny kwartał zapowiada się co prawda jeszcze korzystnie z uwagi na efekt LIFO, który zneutralizuje podwyżki cen podstawowych surowców, ale w naszej opinii pojawiają się już argumenty za końcem obecnej hossy zbożowej. Zwiększone powierzchnie zasiewów na całym świecie mogą pozwolić na zmniejszenie napięć na rynku zbożowym (odbudowę płynności utraconej po zakazach eksportu w Rosji i na Ukrainie), co nie będzie uzasadniać utrzymania się rekordowych cen pszenicy i kukurydzy, które dzisiaj stanowią główne wsparcie dla nawozów. Optymizm w wycenach niektórych spółek z branży (wskaźnik EV/EBITDA na rok 2011 dla kopalni soli potasowej przekracza 11) rodzi ryzyko znaczącej korekty notowań sektora w przypadku braku argumentów dla ekstremalnych scenariuszy w rolnictwie. W tym kontekście utrzymujemy negatywną rekomendację dla Polic.

Wyniki 4Q znacznie powyżej oczekiwań

Police w 4Q'2010 osiągnęły znacznie lepsze wyniki niż prognozowaliśmy zarówno na poziomie EBIT jak i zysku netto gdzie odchylenie zostało wzmocnione przez rozpoznanie aktywa podatkowego na prawie 22 mln PLN (prawdopodobnie efekt odwrócenia odpisów dokonanych w 4Q'2009). Przychody okazały się zgodne z naszymi szacunkami, a główny powód odchylenia na poziomie EBIT to niższe koszty operacyjne. Analiza poszczególnych składowych wydatków rodzajowych wskazuje, że jest to prawdopodobnie efekt zmian na saldzie zapasów (sprzedaż produktów wyprodukowanych na tańszych surowcach) gdyż bieżące pozycje kosztowe nie odbiegają od naszych szacunków. Warto jednak zwrócić także uwagę, że w 4Q'10 Spółka zaksięgowwała wysokie ujemne saldo na pozostałej działalności operacyjnej (-19,2 mln PLN), na które złożyły się ujemne różnice kursowe (-3,8 mln PLN), odpisy aktualizujące wartość udziałów (-7,1 mln PLN) oraz aktualizacja wartości aktywów (-6,7 mln PLN). W tym kontekście wyniki operacyjne mają jeszcze wyższą jakość niż wynika to z raportowanych wartości. Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo wyniosło -6,6 mln PLN, na które złożyły się odsetki w kwocie -7,9 mln PLN zneutralizowane częściowo przez transakcje walutowe. Poziom przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej był ujemny i wyniósł -6,8 mln PLN, co przy wysokim poziomie EBITDA wynikało z ujemnego salda na kapitale obrotowym (wzrost zapasów).

Police chcą negocjować konwersję długów wobec PGNiG

Nowy Prezes Polic Krzysztof Jałosiński chciałby aby firma została wzmocniona przez inwestora jeszcze w tym roku. Potencjalnymi inwestorami mogłyby być ZA Puławy, Anwil czy ZA Tarnów. Zarząd będzie chciał również rozmawiać z PGNiG w sprawie konwersji 100 mln PLN zadłużenia na akcje Polic. Oczekujemy, że podobnie jak w poprzednich negocjacjach w których PGNiG nie zgodziło się na spłatę zaległych płatności w aktywach Polic, również tym razem nie dojdzie do porozumienia.



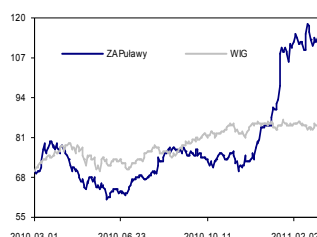
ZA Puławy (Trzymaj)

Cena bieżąca: 113,8 PLN Cena docelowa: 106,1 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009/10	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	2012/13P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 055,9	2 587,8	25,9%	2 894,5	11,8%	2 949,2	1,9%	Liczba akcji (mIn)	19,1
EBITDA	82,2	246,6	200,1%	351,3	42,5%	357,7	1,8%	MC (cena bieżąca)	2 175,3
marża EBITDA	4,0%	9,5%		12,1%		12,1%		EV (cena bieżąca)	2 296,5
EBIT	15,2	161,5	963,7%	240,3	48,8%	239,9	-0,2%	Free float	29,0%
Zysk netto	35,5	130,8	268,1%	189,0	44,5%	193,4	2,3%		
P/E	61,2	16,6		11,5		11,2		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	21,2	10,1		7,3		7,0		Zmiana ceny: 6m	47,8%
P/BV	1,3	1,2		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	63,0%
EV/EBITDA	25,3	9,1		6,5		6,2		Max (52 tyg.)	118,0
Dyid (%)	7,2	0,9		3,0		4,3		Min (52 tyg.)	61,1



Wyniki ZA Puławy za 2Q roku obrotowego 2010/11 na pierwszy rzut oka wydawały się rozczarowujące, ale po uwzględnieniu sygnalizowanych przez Zarząd kilku czynników jednorazowych (ujemna wycena ERU, rezerwy środowiskowe, wypłata nagrody dla pracowników) można uznać je za bardzo obiecujące w kontekście kolejnego okresu sprawozdawczego. W 3Q'2010/11 spodziewamy się bowiem pełnego obciążenia mocy produkcyjnych w melaminie i moczniku oraz możliwego rozpoznania przychodów z jednostek redukcji emisji podtlenku azotu. Wyższe średnie ceny wszystkich produktów przy obniżce cen gazu powinny dodatkowo wzmocnić rentowność, szczególnie w kontekście obniżenia kosztów remontowych, zawyżonych w ostatnim kwartale. Taki scenariusz zakładaliśmy jednak w naszym ostatnim raporcie i obecnie nie widzimy podstaw do weryfikacji w górę naszej rocznej prognozy EBIT na poziomie 161 mln PLN (realizacja po pierwszym półroczu -30,4 mln PLN). Zwracamy uwagę, że założenie utrzymania się tak korzystnych warunków zewnętrznych w średnim terminie, szczególnie w obszarze agro, może być zbyt optymistyczne. Wiele wskazuje bowiem na to, że zwiększone powierzchnie zasiewów mogą pozwolić na zmniejszenie napięć na rynku zbożowym, co nie będzie uzasadniać utrzymania się rekordowych cen pszenicy i kukurydzy, które dzisiaj stanowią główne wsparcie dla nawozów. Optyzm w wycenach niektórych spółek z branży rodzi ryzyko znaczącej korekty notowań sektora w przypadku braku argumentów dla ekstremalnych scenariuszy w rolnictwie. W tym kontekście utrzymujemy neutralną rekomendację dla ZAP.

Prywatyzacja w tym roku

Wiceminister skarbu Adam Leszkiewicz zapowiedział, że resort w tym roku chce sprywatyzować ZA Puławy i Ciech poprzez giełdę. Podobną formułę rozważa w sprawie ZAT i ZCH Police. Ministerstwo prawdopodobnie będzie oczekiwało na wezwania od zainteresowanych inwestorów. Deklaracja o kontynuacji procesu prywatyzacji nie jest zaskoczeniem, ale taka formuła rodzi obawy o podaż akcji dla inwestorów finansowych.

Negatywne zaskoczenie na poziomie EBIT w 4Q, ale...

Wyniki ZA Puławy za drugi kwartał roku obrotowego okazały się niższe na poziomie EBIT od naszej prognozy o ponad 11 mln PLN, mimo wyraźnie wyższych przychodów. Zarząd na prezentacji dla inwestorów wskazał jednak, że rentowność w tym okresie została obciążona kwotą ponad -10,2 mln PLN związaną z ujemną wyceną praw redukcji emisji (ERU) w związku ze spadkiem ich notowań. Spółka potwierdziła ponadto, że widoczny w kwartale wzrost kosztów wynagrodzeń o 8,7 mln PLN q/q to przede wszystkim pochodna wypłaconej premii dla pracowników. Według przyjętej przez Zarząd metodologii wpływ niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych obniżył zyski o 28,4 mln PLN, a dodatkowo Spółka musiała ponieść zwiększone koszty remontowe, co było widoczne w pozycji pozostałych kosztów rodzajowych (wzrost o 10 mln PLN q/q). Te czynniki staraliśmy się jednak uwzględnić w naszej prognozie na ten okres mając na uwadze dwa długie remonty instalacji melaminy i oddawanie do użytku instalacji tlenownia-amoniak-mocznik. Ostatecznie oczyszczając wyniki za 2Q'10/11 o wspomniane one-offy oraz ujemne saldo na pozostałej działalności (-4,8 mln PLN rezerw, których nie zakładaliśmy) zysk operacyjny byłby nawet lepszy niż prognozowaliśmy. Wynika to z wyższych przychodów (+16%) głównie w segmencie nawozowym, gdzie wolumeny q/q wzrosły o 30%.

Perspektywy bardzo wysokich zysków w kolejnym kwartale

Wyniki za 2Q'10/11 po oczyszczeniu o negatywne czynniki jednorazowe oraz efekt niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych (pełne uruchomienie linii mocznika w grudniu, zakończenie remontów na instalacji melaminy) stanowią zapowiedź bardzo wysokich zysków ZAP w kolejnym kwartale. Zwracamy uwagę, że dodatkowo w tym okresie Spółka może zaksięgować

przychody z jednostek ERU (zakładamy około 25 mln PLN), których nie rozpoznawała w ostatnich dwóch okresach sprawozdawczych. EBIT może w tym kontekście wyraźnie przekroczyć 100 mln PLN, tym bardziej że benchmarkowe marże na melaminie i kaprolaktamie w styczniu kształtowały się lepiej od średniej z poprzedniego kwartału. Sprzyjać będą również wyższe średnie ceny nawozów przy niższej cenie gazu w związku z obniżką taryfy PGNiG. Taki scenariusz zakładaliśmy jednak w naszych prognozach na rok obrotowy 2010/11, które na poziomie zysku operacyjnego przekraczają 161 mln PLN wobec -30,4 mln PLN straty wypracowanych przez Spółkę w pierwszej połowie tego okresu.

Pierwsze prognozy USDA dla rynku zbóż 2011/12

W lutym główny ekonomista amerykańskiego Departamentu Rolnictwa na konferencji Agricultural Outlook Forum przedstawił pierwsze wstępne prognozy dla zbiorów zbóż w sezonie 2011/12. Jeśli chodzi o skalę zasiewów kukurydzy i pszenicy w USA to agencja spodziewa się wzrostu r/r odpowiednio o 4,3% i 6,3%, mimo konkurencji ze strony innych upraw (soja, bawełna). W przypadku kukurydzy zwiększone zasiewy mają przełożyć się na wzrost zbiorów o ponad 10% r/r, ale przy oczekiwanym spadku importu i wzroście popytu z rynku etanolu (zneutralizuje on oczekiwany spadek zużycia paszowego) amerykańskie zapasy odbudują się tylko do poziomu 6,4% rocznej konsumpcji z 5% notowanych w sezonie 2010/11. Jeśli chodzi o rynek pszenicy to mimo znacznego wzrostu zasiewów USDA zakłada że tylko 83% areалу zostanie zebrane przez rolników (wskaźnik ten w ostatnich 3 latach wynosił średnio 87%), a średni uzysk z hektara spadnie w relacji do średniej z ostatnich 3 lat o ponad 3% (o 5,6% w relacji do 2010/11), co ma wynikać z gorszych warunków pogodowych. Podsumowując, dane z USDA potwierdzają że wysokie ceny zbóż na świecie również w USA skłoniły rolników do znacznego zwiększenia upraw (dla 8 głównych zbóż areal wzrośnie aż o 9,8 mln akrów-najbardziej od 1996 roku). Wzrost produkcji zapowiedziano już w Unii Europejskiej (+6% dla pszenicy) oraz Rosji i na Ukrainie, co stwarza znaczne szanse do odbudowania zapasów, szczególnie w kontekście oczekiwanego spadku zużycia paszowego zbóż (wysokie ceny i obniżenie opłacalności hodowli). Dane z USA mają szczególne znaczenie dla rynku kukurydzy (39% światowej produkcji), a mniejsze dla pszenicy (tylko 9% globalnej produkcji wobec 21% udziału krajów UE). Przypominamy, że hossa na rynku zbóż zaczęła się latem 2010 roku za sprawą niepokojących doniesień o zbiorach w Rosji, Ukrainie i Kazachstanie, a więc krajach którzy jako eksporterzy netto pszenicy zapewniają płynność globalnemu rynkowi. Wszystko wskazuje na to, że ta płynność w tym roku zostanie przywrócona co powinno sprzyjać spadkom cen z obecnych rekordowych poziomów. Poprawa, nawet niewielka, w zakresie zapasów (w relacji do konsumpcji) będzie tutaj dodatkowym argumentem. Zwracamy ponadto uwagę, że na poziom konsumpcji kukurydzy ma wpływ sytuacja na rynku etanolu (w USA 37% całkowitego zużycia tego zboża), a dokładnie opłacalności jego produkcji która jest skorelowana z aktualnymi cenami benzyny. Jeśli nastąpi korekta na rynku ropy, ta relacja z punktu widzenia producentów tego biopaliwa może się pogorszyć. Obecnie wysoki poziom produkcji etanolu może być ponadto związany z wykorzystywaniem tańszej kukurydzy zapewnionej dzięki zawartym wcześniej transakcjom zabezpieczającym (bądź kontraktacji).

Energetyka

Ujemna dynamika popytu na energię w styczniu

Zużycie energii w styczniu w Polsce spadło w ujęciu r/r o -0,8%, co należy wiązać przede wszystkim z wyższymi temperaturami. Produkcja w elektrowniach na węgiel kamienny obniżyła się o -0,1%, ale w przypadku bloków na węgiel brunatny zaobserwowano wzrost wytwarzania o 1,9%, mimo trwających remontów dwóch bloków w Bełchatowie, co może oznaczać że rekompensował to będący w rozruchu nowy blok 858 MW. Wraz z niższym zużyciem i łagodniejszą zimą spadły również poziomy maksymalne zużycia w szczycie wieczornym. Najwyższe zanotowane zużycie było niższe od analogicznego ze stycznia 2010 o 5,3%. Przypominamy, że we wszystkich miesiącach ubiegłego roku obserwowaliśmy dodatnie dynamiki w tym zakresie. Wszystko wskazuje jednak na to, że w kolejnych miesiącach roku powinny wrócić pozytywne tendencje na polskim rynku energetycznym. Odczyty ze stycznia sugerują jednak, że przyjęte przez URE cele wolumenowe dla dystrybutorów na poziomie +2,4% w ujęciu r/r mogą okazać się zbyt ambitne.



CEZ (Trzymaj)

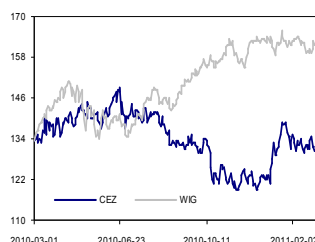
Cena bieżąca: 131 PLN

Cena docelowa: 129,5 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-29

(mIn CZK)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	195 583,0	198 848,0	1,7%	200 950,5	1,1%	213 791,8	6,4%	Liczba akcji (mIn)	538,0
EBITDA	91 063,0	89 089,0	-2,2%	86 396,5	-3,0%	92 612,8	7,2%	MC (cena bieżąca)	70 476,7
marża EBITDA	46,6%	44,8%		43,0%		43,3%		EV (cena bieżąca)	98 910,2
EBIT	68 187,0	65 057,0	-4,6%	61 787,1	-5,0%	67 383,8	9,1%	Free float	29,3%
Zysk netto	54 763,0	47 232,0	-13,8%	45 863,3	-2,9%	50 293,6	9,7%		
P/E	7,9	9,2		9,5		8,6		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	5,6	6,1		6,2		5,7		Zmiana ceny: 6m	-1,0%
P/BV	2,2	2,0		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	115,5%
EV/EBITDA	6,3	6,5		7,0		6,7		Max (52 tyg.)	148,8
Dyid (%)	6,1	6,6		6,3		5,8		Min (52 tyg.)	118,7



Opublikowane wyniki CEZ za 4Q'2010 na poziomie EBITDA okazały się nieco lepsze niż zakładaliśmy, ale istotny wpływ na to miały zmiany stanu niezafakturowanej energii wspierające zyski segmentu sprzedaży i dystrybucji. Na poziomie netto główną przyczyną odchylenia były również czynniki jednorazowe, jak odpis aktywów w Bułgarii oraz wysokie ujemne różnice kursowe. Bardziej istotną informacją od samego raportu kwartalnego okazała się opublikowana prognoza Zarządu na rok 2011, odbiegająca od rynkowego konsensusu, szczególnie na poziomie netto. Duża wrażliwość zysku netto CEZ na kursy walutowe nakazuje podchodzenie z ostrożnością do tej prognozy, ale nie zmienia to jednak faktu, że rok 2011 będzie okresem spadku zysków Grupy (nowe podatki, spadek cen energii) i w tym kontekście nie widzimy obecnie potencjału do wzrostów kursu akcji. Podtrzymujemy naszą neutralną rekomendację.

Struktura segmentowa wyników za 4Q zbliżona do oczekiwań

W 4Q'2010 segment wytwórczy w CEZ wypracował 11,7 mld CZK zysku operacyjnego, co plasuje się blisko naszej prognozy (12 mld CZK). Zwracamy jednak uwagę na to, że wbrew naszym założeniom wpływ wyceny uprawnień do emisji był lekko dodatni (167 mln CZK) mimo spadku notowań certyfikatów w tym okresie o 7% (zakładaliśmy -900 mln CZK z tego tytułu). W segmencie dystrybucji EBIT wyniósł aż 2,9 mld CZK vs. prognozowane 1,9 mld CZK, co jednak było związane przede wszystkim ze zmianą stanu niezafakturowanej energii o kwotę 1,8 mld CZK. Lepszy rezultat w tym obszarze został jednak zneutralizowany przez gorszy od oczekiwań zysk w segmencie wydobywczym (ujemne odchylenie o 400 mln CZK wynikające prawdopodobnie ze spadku wolumenów związanych z niższą produkcją w elektrowniach węglowych CEZ) oraz w kategorii pozostałe, gdzie zanotowany EBIT był bliski zera, podczas gdy my zakładaliśmy +800 mln CZK. Na poziomie działalności finansowej ujemne saldo wyniosło aż -4,9 mld CZK wobec zakładanych -1,5 mld CZK. Głównym powodem tego odchylenia był odpis wartości spółek bułgarskich w wysokości -2,8 mld CZK oraz wyższe ujemne różnice kursowe (-2,7 mld CZK vs. zakładane 0,8 mld CZK) tylko częściowo zneutralizowane przez przychód rozpoznany na transakcji przejęcia Prazska Teplarenska (+0,9 mld CZK). Na poziomie netto odchylenie zostało dodatkowo zwiększone przez wyższą efektywną stopę podatkową (32%). W 4Q'2010 CEZ wygenerował z działalności operacyjnej 21 mld CZK, przy nakładach inwestycyjnych na poziomie 18 mld CZK, ale mimo to zadłużenie netto nieznacznie wzrosło do poziomu 142 mld CZK, co plasuje się poniżej naszej prognozy na koniec roku wynoszącej 153 mld CZK.

Prognoza Zarządu na rok 2011

W prezentacji do wyników za 4Q'2010 Zarząd przedstawił swoje oczekiwania dotyczące poziomu EBITDA i zysku netto w roku 2011, które wynoszą odpowiednio 84,8 mld CZK (-4% poniżej konsensusu i -2% poniżej naszej prognozy) i 40,1 mld CZK (-10% poniżej konsensusu i -12% poniżej naszej prognozy). Główne powody spadku wyników w ujęciu r/r to nałożone przez czeski rząd podatki od darmowych uprawnień oraz przychodów w elektrowniach słonecznych, a także zakładany spadek realizowanych cen energii i umocnienie czeskiej korony względem euro. Nie zrekompensują tego ani zwiększona produkcja w elektrowniach jądrowych (+3,9%), ani produkcja zielonej energii na rumuńskiej farmie wiatrowej. W naszej opinii odchylenie prognoz Zarządu na poziomie EBITDA od naszych szacunków jest pomijalne, a znacząco niższy zysk netto to prawdopodobnie efekt przeszacowanych przez nas zysków z jednostek konsolidowanych metodą praw własności, które prognozowaliśmy na poziomie 2,1 mld CZK. Istotny wpływ na ten poziom wyników mogą mieć jednak również różnice kursowe, co potwierdziły chociażby wyniki za 4Q'2010, tak więc należy pamiętać że prognoza zysku netto CEZ jest obciążona większym ryzykiem niż wyniki operacyjne.



Możliwa sprzedaż tureckich aktywów

CEZ i jego turecki partner Akkok zezwoliły Zarządowi ich wspólnej spółki Akenerji na zbieranie ofert kupna na posiadane aktywa energetyczne. Wartość udziałów w spółce dystrybucyjnej SEDAS oraz Akenerji posiadanych przez czeski koncern można szacować na około 12 mld CZK i taką kwotę uwzględniamy w naszej wycenie CEZ.



Enea (Trzymaj)

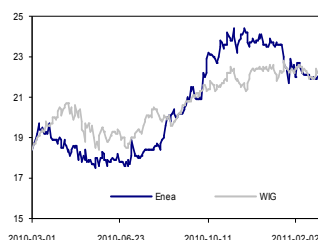
Cena bieżąca: 22,1 PLN

Cena docelowa: 21,43 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	7 167,0	7 837,0	9,3%	7 882,6	0,6%	8 458,3	7,3%	Liczba akcji (mln)	441,4
EBITDA	1 166,9	1 347,0	15,4%	1 417,4	5,2%	1 610,2	13,6%	MC (cena bieżąca)	9 755,9
marża EBITDA	16,3%	17,2%		18,0%		19,0%		EV (cena bieżąca)	8 557,9
EBIT	505,6	694,3	37,3%	725,5	4,5%	900,3	24,1%	Free float	18,4%
Zysk netto	513,6	620,8	20,9%	676,3	8,9%	762,4	12,7%		
P/E	19,0	15,7		14,4		12,8		Zmiana ceny: 1m	0,3%
P/CE	8,3	7,7		7,1		6,6		Zmiana ceny: 6m	9,4%
P/BV	1,0	1,0		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	16,9%
EV/EBITDA	7,7	5,5		6,0		6,3		Max (52 tyg.)	24,4
Dyid (%)	2,1	1,7		3,4		2,8		Min (52 tyg.)	17,5



Skonsolidowane wyniki Enei za 4Q, mimo że okazały się gorsze od oczekiwań to ze względu na czynniki jednorazowe jakie o tym zdecydowały nie powinny stanowić powodu do niepokoju w kontekście perspektyw na rok 2011. Nasze prognozy na ten rok będą wymagały co prawda rewizji, ale raczej zmieni się tylko ich struktura. Słabszy rezultat dystrybucji powinien zrekomensować segment wytwórczy, gdzie ograniczenie remontów w Elektrowni Kozienice może pozwolić na wzrost wolumenów. Wydaje się, że w tym okresie Spółka nie powinna już w takim stopniu obciążać wyników rezerwami (pozostałe koszty operacyjne były w 2010 roku wyższe r/r o 23 mln PLN), a istnieje szansa na rozpoznanie spornych rekompensat KDT. Obecnie Enea jest jednak wyceniana z ponad 15% premią do Tauronu na poziomie wskaźnika EV/EBITDA, co wynika przede wszystkim z prowadzonego procesu prywatyzacyjnego. Tymczasem ostatnie doniesienia wskazują, że negocjacje z EdF nie są łatwe i rośnie ryzyko fiaska tej transakcji i braku oczekiwanego wezwania. Aktualny kurs akcji jest już zbliżony do naszej ceny docelowej więc podnosimy rekomendację z redukuj do trzymaj, ale nadal uważamy, że ciekawszą ekspozycją na polski sektor energetyczny są akcje Tauronu i PGE.

Wyniki za 4Q poniżej oczekiwań z uwagi na rezerwy

Wyniki Grupy ENEA w 4Q'10 okazały się gorsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, wykazując na poziomie EBIT odchylenie odpowiednio -25% i -33%. Głównym powodem słabszych rezultatów okazało się saldo rezerw, które wpłynęło na wzrost kosztów na pozycji pozostałych kosztów operacyjnych o 54,6 mln PLN q/q i 21 mln PLN r/r. W ostatnim kwartale 2010 roku Spółka zanotowała też znaczny wzrost kosztów wynagrodzeń w porównaniu do 3Q'2010, ale taki scenariusz zakładaliśmy w naszych prognozach gdyż w poprzednim okresie nastąpiło rozwiązanie znacznych rezerw w tym obszarze i obecnie wydatki pracownicze powróciły do poziomu z 2Q'2010. W rozbiciu segmentowym pozytywne zaskoczenie pojawiło się w segmencie wytwarzania, gdzie EBIT sięgnął 97 mln PLN vs. 72,6 mln PLN naszej prognozy, mimo sygnalizowanego zawiązania rezerw na opłatę środowiskową w kwocie 16 mln PLN. Znaczna poprawa wyników q/q to w naszej opinii jednak efekt zmiany formuły sprzedaży energii z Elektrowni Kozienice poprzez zwiększenie udziału sprzedaży zewnętrznej kosztem sprzedaży międzysegmentowej z 43% do 76%, co wpłynęło na wzrost średniej efektywnej ceny. To z kolei bezpośrednio odbiło się na spadku wyników w segmencie obrotu, gdzie zysk operacyjny wyniósł zaledwie 5,6 mln PLN vs. zakładane 30,9 mln PLN. Największe rozczarowanie pojawiło się jednak w obszarze dystrybucji gdzie zaksięgowano prawdopodobnie większość wspomnianych wcześniej rezerw. Segment zanotował kwartalną stratę (-6,9 mln PLN) vs. zakładane 51 mln PLN. Prawdopodobnie dodatkowym obciążeniem były wyższe koszty zakupu energii na straty sieciowe, niezrekompensowane przez oczekiwany spadek kosztów remontów (mimo trudnych warunków pogodowych koszty usług obcych zbliżyły się do 100 mln PLN). W segmencie „pozostałe” nie zanotowaliśmy odchylenia od naszej prognozy. Z uwagi na zmiany rozliczeń między segmentami wyłączenia konsolidacyjne były dodatnie (+9,2 mln PLN vs. zakładane -28 mln PLN), ale częściowo zostało to zneutralizowane przez wyższe koszty ogólnego zarządu (32 mln PLN vs. prognoza 25 mln PLN). Odchylenie na tym poziomie vs. poprzednie kwartały może być związane z zaksięgowaniem na tej pozycji odpisu aktualizującego wartość PEC Śrem na kwotę -8 mln PLN.

Niełatwe negocjacje z EdF

Według prasowych doniesień negocjacje MSP z EdF są trudne i nie jest wykluczone anulowanie tego procesu. Resort podtrzymuje chęć finalizacji rozmów do końca marca. W scenariuszu fiaska prywatyzacji kurs Enei może reagować nerwowo, gdyż obecnie Spółka jest wyceniana z premią do PGE i Tauronu właśnie w oczekiwaniu na wezwanie.



PGE (Kupuj)

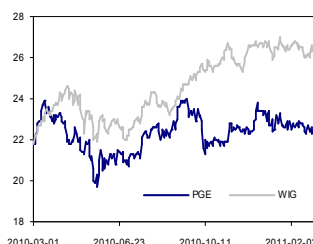
Cena bieżąca: 22,5 PLN

Cena docelowa: 26,73 PLN

Analitik: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	21 623,4	20 825,5	-3,7%	22 398,2	7,6%	24 499,9	9,4%	Liczba akcji (mln)	1 869,8
EBITDA	7 983,4	6 811,1	-14,7%	7 984,6	17,2%	9 083,4	13,8%	MC (cena bieżąca)	42 070,1
marża EBITDA	36,9%	32,7%		35,6%		37,1%		EV (cena bieżąca)	45 712,7
EBIT	5 344,7	4 136,4	-22,6%	5 090,0	23,1%	5 967,5	17,2%	Free float	30,7%
Zysk netto	3 370,7	3 032,4	-10,0%	3 774,5	24,5%	4 208,4	11,5%		
P/E	11,5	13,9		11,1		10,0		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	6,5	7,4		6,3		5,7		Zmiana ceny: 6m	-4,9%
P/BV	1,2	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	0,7%
EV/EBITDA	5,5	6,4		5,7		5,8		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	3,2	3,1		3,7		4,5		Min (52 tyg.)	19,7



Akcje PGE w lutym były nieznacznie gorsze od szerokiego indeksu i nie zmieniły tego wstępne dane o wynikach za 4Q, które wskazują na ich lepszą od oczekiwań jakość. Nadal głównym ryzykiem pozostaje możliwa podaż akcji ze strony MSP, która będzie w naszej opinii ciążyć na kursie przez cały rok. Potencjalnym czynnikiem, który mógłby ten efekt zneutralizować byłby wyraźny wzrost cen energii. W naszej opinii taki scenariusz jest możliwy w kontekście rozwijającego się rynku giełdowego energii i planowanego uruchomienia finansowych kontraktów terminowych. Nie spodziewamy się jednak, aby miało to miejsce jeszcze w pierwszym półroczu. W dłuższym terminie utrzymujemy jednak pozytywną rekomendację.

Szacunkowe dane za 2010 rok

W opublikowanym komunikacie PGE poinformowała, że według wstępnych szacunków zysk EBITDA Grupy w 2010 roku wyniósł 6,82 mld PLN (nasza prognoza 6,81 mld PLN), a po oczyszczeniu o rekompensaty KDT 6,49 mld PLN (nasza prognoza 6,4 mld PLN). Zysk netto przypisany akcjonariuszom jednostki dominującej ma wynieść 3 mld PLN (nasza prognoza 3,03 mld PLN). Ostateczne wyniki będą opublikowane 21 marca i wówczas będzie można przeanalizować je bardziej szczegółowo. Na ten moment można jedynie stwierdzić, że raportowane wyniki są zgodne z oczekiwaniami, ale zostały wypracowane przy niższych niż zakładane rekompensatach KDT (w 4Q wyniosły one tylko 50 mln PLN vs. zakładane 125 mln PLN).



Tauron (Kupuj)

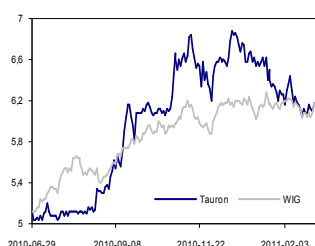
Cena bieżąca: 6,22 PLN

Cena docelowa: 8,87 PLN

Analityk: Kamil Kliszczyk

Data ostatniej aktualizacji: 2010-09-13

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	13 633,6	14 852,8	8,9%	14 688,7	-1,1%	15 853,2	7,9%	Liczba akcji (mln)	1 752,5
EBITDA	2 580,8	2 747,0	6,4%	2 833,8	3,2%	3 183,0	12,3%	MC (cena bieżąca)	10 900,9
marża EBITDA	18,9%	18,5%		19,3%		20,1%		EV (cena bieżąca)	12 802,8
EBIT	1 259,7	1 380,6	9,6%	1 361,1	-1,4%	1 609,5	18,2%	Free float	58,7%
Zysk netto	732,4	864,2	18,0%	918,9	6,3%	1 068,5	16,3%		
P/E	13,2	12,6		11,9		10,2		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	4,7	4,9		4,6		4,1		Zmiana ceny: 6m	10,9%
P/BV	0,8	0,7		0,7		0,7		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	5,0	4,4		4,5		4,4		Max (52 tyg.)	6,9
Dyid (%)	0,6	0,0		2,5		2,5		Min (52 tyg.)	5,0



Plotki o możliwej podaży akcji ze strony MSP oraz zmiany w zagranicznych indeksach stwarzały presję na notowania Tauronu również w lutym i dlatego początek roku nie należy do udanych. Spółka powinna jednak nadrabiać dystans w wycenie do Enei i PGE, zarówno dzięki spodziewanym solidnym wynikom za 4Q jak i perspektywie poprawy rezultatów w 2011 roku oraz planowanym akwizycjom kopalni węgla czy aktywów Vattenfalla. Utrzymujemy rekomendację kupuj i uważamy, że w tej chwili w kontekście ryzyka podażowego na PGE, Tauron jest najciekawszą ekspozycją na sektor energetyczny.

Telekomunikacja



Netia (Trzymaj)

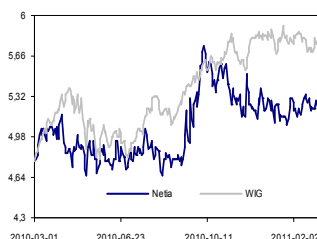
Cena bieżąca: 5,22 PLN

Cena docelowa: 5,4 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 505,9	1 575,9	4,7%	1 614,0	2,4%	1 685,0	4,4%	Liczba akcji (mln)	389,3
EBITDA	312,8	368,8	17,9%	381,4	3,4%	398,2	4,4%	MC (cena bieżąca)	2 032,3
marża EBITDA	20,8%	23,4%		23,6%		23,6%		EV (cena bieżąca)	1 632,9
EBIT	14,2	70,1	392,7%	104,1	48,4%	132,0	26,8%	Free float	55,0%
Zysk netto	88,7	61,2	-31,0%	109,3	78,6%	139,0	27,2%		
P/E	22,9	33,2		18,6		14,6		Zmiana ceny: 1m	0,4%
P/CE	5,2	5,6		5,3		5,0		Zmiana ceny: 6m	8,5%
P/BV	1,1	1,1		1,2		1,2		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	5,7	4,7		4,3		3,8		Max (52 tyg.)	5,8
Dyid (%)	0,0	0,0		3,7		5,4		Min (52 tyg.)	4,7



Wyniki za 4Q2010 nie zmieniają naszego podejścia do spółki. W perspektywie najbliższych tygodni kluczowe pozostaje to, czy Netia kupi od KGHM operatora stacjonarnej telefonii Dialog (ryzyko przełączenia) a w konsekwencji to czy zapłaci ekstra dywidendę z zysku za rok 2010 (co najmniej 300 mln PLN). Nie bez znaczenia jest dla spółki również decyzja regulatora dotycząca dopłaty do usługi powszechnej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki za 4Q2010

Na poziomie operacyjnym wyniki spółki za 4Q2010 są nieznacznie słabsze niż nasze oczekiwania. Zarząd przygotowuje spółkę do wypłaty ekstra dywidendy z zysku za 2010. Spółka osiągnęła przychody na poziomie 394,15 mln PLN (prognoza: 400 mln PLN) i skorygowana (wg metodologii Zarządu) o zdarzenia jednorazowe EBITDA na poziomie 87,7 mln PLN (prognoza: 90,3 mln PLN, naszym zdaniem EBITDA powinna być również skorygowana o wpływ na wynik umorzenia zobowiązań i rezerw, łącznie zwiększyły EBITDA o 3 mln PLN). Raportowany wynik EBITDA jest znacznie wyższy i wynosi 307,8 mln PLN. Różnica to wpływ odwrócenia odpisu aktualizującego aktywa na kwotę 221,2 mln PLN, który jednak nie wpływa na wycenę spółki. Po uwzględnieniu wyniku na działalności finansowej i podatków wynik netto ukształtował się na poziomie 221,6 mln PLN a za cały rok 264 mln PLN. Odwrócenie odpisu ma istotne znaczenie, bo zwiększa pulę środków jakie spółka może łatwo przeznaczyć w tym roku na dywidendę z zysku za 2010 (naszym zdaniem cały zysk netto, możliwy ekstra buy-back). Na koniec roku spółka dysponowała 345 mln PLN gotówki netto. Niższe niż oczekiwaliśmy przychody to efekt przede wszystkim niższych wpływów ze sprzedaży usług hurtowych, które obniżyły się w stosunku do 3Q2010 o ponad 4 mln PLN. Pozostałe linie biznesowe, w tym te na których spółka opiera długoterminowy wzrost osiągnęły wpływy zgodne z oczekiwaniami. Na poziomie bazy abonenckiej wyniki są nieco lepsze niż oczekiwaliśmy. Spółka zwiększyła bazę abonentów usług szerokopasmowych o 36,4 tys. (zakładaliśmy 29 tys.), głównie w oparciu o LLU (wzrost do 127 tys. z 98,5 tys. na koniec 3Q2010). To jednak wynik znacznie gorszy niż w 4Q2009, kiedy w najlepszym sezonowo w roku okresie spółka pozyskała netto 69,5 tys. abonentów. 17,3 tys. nowych linii w usługach głosowych można uznać za wynik satysfakcjonujący (również przede wszystkim w oparciu o LLU). Na 2011 rok Netia prognozuje 1,61 mld PLN przychodów i 70 mln PLN skorygowanego zysku operacyjnego. Marża skorygowanej EBITDA ma wynieść w 2011 roku 25% (400 mln PLN). Spółka zakłada 230 mln PLN inwestycji (nie wliczając akwizycji), a nakłady mają stanowić 14% przychodów. Przepływy wolnych środków pieniężnych na poziomie operacyjnym (OpFCF) mają wynieść w tym roku ponad 170 mln PLN. Netia ocenia też, że na koniec 2011 roku będzie miała 780-800 tys. klientów usług szerokopasmowych (obecnie 690 tys. bez akwizycji usług ethernetowych) oraz 700 uwolnionych węzłów LLU. W naszych prognozach zakładamy że spółka wypracuje 1,61 mld PLN przychodów i 386 mln PLN EBITDA. Prognoza nie jest zaskoczeniem dla rynku.

Third Avenue nadal sprzedaje

W poniedziałkowej transakcji pakietowej sprzedano 9,3% pakiet akcji Netii po 5,28PLN, czyli łącznie za 190 mln PLN. Akcjonariuszami posiadającymi znaczące pakiety akcji Netii są firmy Third Avenue Management LLC posiadający 21,97%, ING OFE z 12,33% udziałem oraz SISU Capital, które ma 10,02%. Najprawdopodobniej sprzedającym był Third Avenue, które już wcześniej informowało o zmniejszaniu zaangażowania.

Dialog przed Polkomtelem

KGHM podtrzymuje, że transakcja sprzedaży Dialogu powinna zostać zamknięta do końca tego



półroczu. Potencjalnych chętnych jest więcej niż choćby rok temu – deklaruje Prezes Wirth. KGHM chce zamknąć sprzedaż Dialogu przed transakcją sprzedaży Polkomtela, co zapewni mu tarczę podatkową. Wartość transakcji to ok. 800 mln PLN.



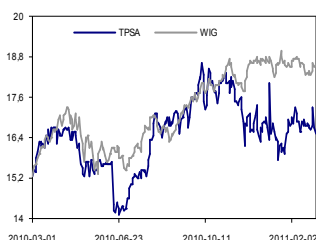
TP SA (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,53 PLN Cena docelowa: 17,6 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-01

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	16 560,0	15 616,2	-5,7%	15 483,4	-0,9%	15 395,2	-0,6%	Liczba akcji (mIn)	1 335,6
EBITDA	6 246,0	4 734,0	-24,2%	5 787,3	22,3%	5 874,1	1,5%	MC (cena bieżąca)	22 078,3
marża EBITDA	37,7%	30,3%		37,4%		38,2%		EV (cena bieżąca)	26 905,8
EBIT	2 096,0	947,0	-54,8%	2 059,9	117,5%	2 204,4	7,0%	Free float	45,0%
Zysk netto	1 280,0	166,4	-87,0%	1 283,5	671,2%	1 394,6	8,7%		
P/E	17,2	132,7		17,2		15,8		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	4,1	5,6		4,4		4,4		Zmiana ceny: 6m	-0,4%
P/BV	1,3	1,5		1,6		1,6		Zmiana ceny: 12m	4,7%
EV/EBITDA	4,2	5,7		4,6		4,6		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	9,1	9,1		9,1		9,1		Min (52 tyg.)	14,1



TPSA rozczarowała nas wynikami za 4Q2010 przede wszystkim w związku ze słabym wynikiem sprzedaży usługi szerokopasmowego dostępu do internetu, pomimo wprowadzenia w październiku obniżonej cenowo oferty. W perspektywie najbliższych tygodni mogą mieć jednak miejsce dwa pozytywne zdarzenia: sprzedaż Emitela na czym spółka powinna wykazać ok. 700 mln PLN zysku brutto oraz decyzja Prezesa UKE (zakładamy, że będzie pozytywna dla TP) ws. dopłaty do usługi powszechnej.

Dopłata do usługi powszechnej

W jednym z udzielonych wywiadów Prezes UKE zapowiedziała, że w lutym rozstrzygnie czy TP otrzyma dopłatę z tytułu usługi powszechnej. TP wyliczyła swoje należności z tego tytułu na łącznie 800 mln PLN (za okres czterech lat). Naszym zdaniem zasadność dopłaty nie podlega dyskusji i wynika z zapisów prawa telekomunikacyjnego. Otwartą kwestią pozostaje jedynie wielkość kwoty. Oznacza to, że decyzja UKE będzie miała pozytywny wpływ na wycenę TP (zasilenie w gotówkę, dodatkowe źródło przychodów w kolejnych latach), co do skali można by przyjąć założenie, że jeżeli UKE zgodzi się na 50% kwoty wyliczonej przez TP to wycena akcji operatora rośnie o ok. 1,1 PLN na akcję (6,5%). Szczegółowe wyliczenia przedstawimy po ostatecznej decyzji UKE. Z kolei wprowadzenie opłaty negatywnie wpływające na wyceny innych operatorów w tym Netii, którzy będą musieli pokrywać z własnych środków dopłatę dla TP (około 1% przychodów).

Wyniki za 4Q2010

Wyniki TP za 4Q rozczarowują, przede wszystkim ze względu na słabsze dane dotyczące liczby pozyskanych abonentów szerokopasmowego dostępu do internetu. Zakładaliśmy, że wraz z nową ofertą cenową, jaką spółka wprowadziła w październiku 2010, uda się wreszcie przełamać erozję bazy abonenckiej Neostrady, tymczasem w 4Q spółka zanotowała jej zmniejszenie o 10 tys. linii. Cały segment dostępu do internetu notuje wzrost liczby użytkowników o 17 tys. za sprawą Centertela, jednak jest to osiągnięcie znacznie poniżej naszych oczekiwań (40 tys.). Większa niż oczekiwaliśmy erozja bazy abonenckiej ma również miejsce w tradycyjnych usługach głosowych (powyżej 200 tys. kwartalnie). Pomimo wcześniejszych zapowiedzi Zarządowi nadal nie udaje się zmniejszyć skali odejść do poziomów 100 tys. linii kwartalnie. Lepsze wyniki sprzedażowe wypracował Centertel, który zwiększył bazę klientów o 191 tys. kart SIM. Na poziomie przychodów (3,957 mld PLN) wyniki TP za 4Q są nieco lepsze niż nasze oczekiwania (3,858 mld PLN), przede wszystkim dzięki 4% wzrostowi przychodów Centertela (r/r) większej niż założyliśmy sprzedaży towarów oraz wyższym wpływom z interkonektu. Szerokopasmowy dostęp do internetu zanotował spadek przychodów q/q o 7 mln PLN, co należy uznać za wynik bardzo słaby. Wynik EBITDA na poziomie 1,38 mld PLN jest o 29 mln PLN niższy niż nasze oczekiwania. Na poziomie netto spółka wypracowała 218 mln PLN.

Sprzedaż Polkomtela i Emitela coraz bliżej

Według informacji Rzeczpospolitej, oferty na Polkomtel złożyło ponad 10 podmiotów. Co najmniej czterech inwestorów złożyło TP oferty wiążące na zakup Emitela - nieoficjalne informacje PAP. W obu przypadkach można oczekiwać przekroczenia zakładanej przez nas ceny sprzedaży. W przypadku Polkomtela w modelu wyceny spółek posiadających pakiety (PKN, KGHM, PGE) zakładamy wycenę operatora na poziomie 16 mld PLN, w przypadku Emitela wycena powyżej 850 mln PLN dodaje wartości do obecnej wyceny akcji TP.

Media

Prognozy Starlinka dla rynku reklamowego

Według danych Starlinka rynek reklamowy urosł w 2010 roku o 4,5%. Największy wzrost wydatków reklamowych w 2010 roku odnotowany został w Internecie (+ 23,2%). Kolejny rok z rzędu rosły także wydatki na reklamę kinową (+7,9%). Wydatki w telewizji zwiększyły się o 7,2%, a więc znacznie powyżej średniej rynkowej. Stało się tak głównie za sprawą stacji tematycznych, które odpowiadają za 4,6 pkt. proc. wzrostu całego rynku telewizyjnego. Dzięki tak znacznemu zwiększeniu wpływów reklamowych udział stacji tematycznych w rynku telewizyjnym wyniósł 16% (wobec 12,6% rok wcześniej), a udział telewizji w całym rynku reklamowym wzrósł z 51% do 52,3%. Stabilne w porównaniu do 2009 roku były przychody segmentu radiowego. Reklama zewnętrzna, magazyny oraz dzienniki zanotowały ujemną dynamikę, jednakże w porównaniu z rokiem 2009 spadek wpływów znacznie wyhamował. Jednocześnie Starlink prognozuje, że w 2011 roku rynek reklamowy wzrośnie o co najmniej 6%. Nasza prognoza w odniesieniu do rynku reklamowego jest bardziej optymistyczna (+7,5% r/r). Szacunki dotyczące 2010 roku są zbliżone do naszych wcześniejszych prognoz.



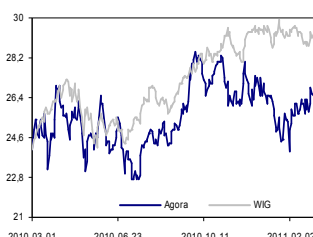
Agora (Akumuluj)

Cena bieżąca: 26,45 PLN Cena docelowa: 28,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 110,1	1 116,7	0,6%	1 268,5	13,6%	1 345,4	6,1%	Liczba akcji (mIn)	50,9
EBITDA	134,1	167,3	24,8%	185,4	10,8%	202,4	9,2%	MC (cena bieżąca)	1 347,3
marża EBITDA	12,1%	15,0%		14,6%		15,0%		EV (cena bieżąca)	1 225,5
EBIT	52,9	84,9	60,5%	86,6	2,0%	103,3	19,2%	Free float	49,9%
Zysk netto	38,3	71,9	87,7%	68,2	-5,2%	85,7	25,7%		
P/E	35,2	18,7		19,8		15,7		Zmiana ceny: 1m	5,8%
P/CE	11,3	8,7		8,1		7,3		Zmiana ceny: 6m	5,8%
P/BV	1,1	1,1		1,0		1,0		Zmiana ceny: 12m	4,2%
EV/EBITDA	8,7	7,7		6,6		5,7		Max (52 tyg.)	28,5
Dyid (%)	0,0	1,9		2,5		2,5		Min (52 tyg.)	22,7



Wyniki czwartego kwartału 2010 pokazały, że Agora dzięki wzrostom w takich segmentach jak Internet i reklama zewnętrzna oraz charakterystycznej dla nich dużej dźwigni operacyjnej jest w stanie z nawiązką rekompensować spadki przychodów i pogarszanie się wyników w segmencie prasowym. Przedstawiona przez Zarząd prognoza wzrostu poszczególnych segmentów rynku reklamowego przekłada się na 1,7-4,7% wzrostu wpływów reklamowych. Daje to naszym zdaniem podstawy do zrehabilitowania na poziomie wyniku operacyjnego oczekiwanego wzrostu kosztów wynagrodzeń i materiałów i energii (w szczególności papieru) jak również spadającej sprzedaży wydawnictw. Jednocześnie, mimo naszych konserwatywnych założeń przewidujących wygaszenie impulsu oszczędnościowego i wzrost kosztów działalności spółka notowana jest z atrakcyjnym wskaźnikiem 6,6xEV/EBITDA tj. 12% dyskontem w porównaniu do spółek porównywalnych. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Pozytywne zaskoczenie

Agora opublikowała bardzo dobre wyniki finansowe czwartego kwartału 2010 roku. Odnotowana poprawa częściowo wynika z konsolidacji Heliosa, jednak nawet przy wyłączeniu wyników segmentu kinowego Agorze udało się poprawić rezultaty. Głównymi źródłami dobrych wyników są segment reklamy zewnętrznej, radio i internet, które dzięki dynamicznym wzrostom przychodów reklamowych zanotowały znaczną poprawę generowanej EBITDA. Słabiej od naszych oczekiwań spisał się natomiast segment kinowy, gdzie doszło do spadku przychodów biletowych aż o 17,2% (wolumenowo sprzedaż spadła o 8,9%).

Przychody reklamowe wyniosły 202,9 mln PLN i były o 2,5 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań (wzrost o 2,3% r/r vs. prognozowane +0,5%). Nieco mocniejsze od oczekiwań były przy tym spadki wpływów reklamowych w prasie codziennej (-9,2% vs. -8,1% prognozy). Przychody z reklamy segmentu online wzrosły o 19,0% do 28,8 mln PLN (oczekiwaliśmy wzrostu o 19,5%). Nieco niższe okazały się też wpływy reklamowe Heliosa (2,4 mln PLN vs. 2,9 mln PLN prognozy). W pozostałych segmentach w odniesieniu do przychodów reklamowych pojawiły się pozytywne zaskoczenia. Największe zaskoczenie ma miejsce w przypadku radia, gdzie spółka powiększyła wartościową sprzedaż czasu reklamowego o 18,7%. W outdoorze wpływy z reklamy wzrosły o 5,5% do 47,8 mln PLN (vs. oczekiwane +4,0%), a czasopisma zanotowały mniejszy od prognoz spadek w wysokości 5,9% (-12,5%).

Wyższe niż się spodziewaliśmy okazały się przychody z projektów specjalnych. Po długim okresie spadku wartości w czwartym kwartale Agora powiększyła ich sprzedaż z 15,2 mln PLN do 20,6 mln PLN w ujęciu r/r. Przełożyło się to na wzrost sprzedaży wydawnictw o 14,9% do 55,4 mln PLN (zakładaliśmy w prognozach płaską dynamikę tej Grupy przychodów). Jak już wspomnieliśmy wysokością przychodów rozczarował Helios, który poza dużym ubytkiem (w relacji do naszej prognozy) przychodów z biletów i reklam zanotował też niższe wpływy z działalności barowej (10,0 mln PLN, przy 11,2 mln PLN naszych szacunków).

Strona kosztowa okazała się zbliżona do naszych oczekiwań (suma kosztów operacyjnych na poziomie 310,4 mln PLN wobec prognozowane 311,5 mln PLN). Wyższe niż się spodziewaliśmy były koszty wynagrodzeń, materiałów i energii, przy niższej grupie pozostałe koszty. Odchylenia są jednak najprawdopodobniej spowodowane brakiem porównywalnych danych Heliosa i problemem z klasyfikacją jego kosztów do poszczególnych grup. Można jednak z dużym prawdopodobieństwem założyć, że zarówno w wynagrodzeniach jak i kosztach materiałów i energii całkowicie wygasł już impuls oszczędnościowy, który był głównym motorem poprawy wyników Agory w 2009 roku i na początku roku 2010. W czwartym kwartale spółce udało się jeszcze zgodnie z prognozami wygenerować niewielką oszczędność na poziomie kosztów reprezentacji i reklamy, jednak spodziewamy się, że wyniki 2011 roku przyniosą wzrost również tej grupy kosztów.

Wynik netto zaraportowany przez spółkę został mocno obniżony przez bardzo wysoki podatek dochodowy sięgający 10,8 mln PLN, co przekłada się na efektywną stawkę podatkową wynoszącą 37,1%. W bilansie widoczne jest natomiast zmniejszenie aktywa podatkowego w



porównaniu do końca trzeciego kwartału o 5,0 mln PLN i jest zgodnie z wypowiedzią Zarządu, że jest głównym czynnikiem wpływającym na tak wysoką wartość podatku.

Wyniki sprzedaży dzienników za grudzień

Rozpowszechnianie płatne *Gazety Wyborczej* spadło w grudniu 2010 roku o 5,3% r/r do 328,5 tys. egzemplarzy. W tym samym czasie rozpowszechnianie *Dziennika. Gazety Prawnej* spadło o 8,8%, *Faktu* o 7,3%, *Super Expressu* o 6,9%. Jedynym dziennikiem notującym wzrost rozpowszechniania była *Rzeczpospolita* (+1,2% r/r). Grudniowe wyniki potwierdzają wyhamowanie ujemnych dynamik płatnego rozpowszechniania *Gazety*. Co ważne poprawę sytuacji Agora zawdzięcza przede wszystkim najwyższej marżowej sprzedaży kioskowej (-5,1% r/r). W odniesieniu do głównych konkurentów nadal widoczne jest umacnianie się pozycji *Rzeczpospolitej*, która w minionym roku pięciokrotnie notowała pozytywne miesięczne dynamiki średniego rozpowszechniania. Słabo natomiast wypadła *Dziennik. Gazeta Prawna*, którego sprzedaż kioskowa obniżyła się do poziomu 26,0 tys. egzemplarzy (2 lata temu *Gazeta Prawna* jako samodzielny tytuł miała 21,9 tys. sprzedanych w kioskach egzemplarzy), a sprzedaż w prenumeracie spadła do 43,7 tys. egzemplarzy (dwa lata temu jako *Gazeta Prawna* było to 47,9 tys. egzemplarzy).



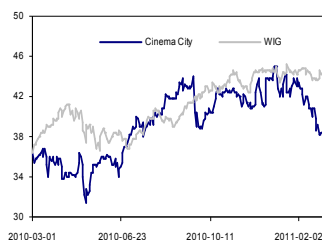
Cinema City (Akumuluj)

Cena bieżąca: 36,06 PLN Cena docelowa: 42,9 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	211,6	237,0	12,0%	270,9	14,3%	317,9	17,4%	Liczba akcji (mln)	51,2
EBITDA	46,5	56,5	21,4%	61,6	9,1%	75,5	22,6%	MC (cena bieżąca)	1 846,3
marża EBITDA	22,0%	23,8%		22,7%		23,7%		EV (cena bieżąca)	1 792,3
EBIT	30,2	37,0	22,6%	41,2	11,1%	53,3	29,6%	Free float	17,6%
Zysk netto	24,4	31,0	26,8%	35,0	12,9%	45,5	30,0%		
P/E	19,0	15,1		13,3		10,3		Zmiana ceny: 1m	-10,6%
P/CE	11,4	9,3		8,4		6,9		Zmiana ceny: 6m	-11,9%
P/BV	2,6	2,2		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	7,7%
EV/EBITDA	11,8	8,2		7,4		6,0		Max (52 tyg.)	45,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		15,0		Min (52 tyg.)	31,3



W lutym notowania Cinema City mocno zniżkowały na skutek słabych danych sprzedażowych z polskiego rynku kinowego oraz obaw, że tegoroczne premiery filmowe z pierwszego kwartału nie będą w stanie dorównać sukcesowi jaki stał się udziałem *Avatara*, *Alicji w Krainie Czarów* i *Ciacha* (łącznie ponad 5,0 mln sprzedanych biletów w Polsce). Premierowe otwarcia typowanych do sukcesu polskich komedii oraz malejąca z tygodnia na tydzień frekwencja kinowa zdają się te obawy potwierdzać, zwłaszcza biorąc pod uwagę, że najwięksi faworyci do mocniejszego zaistnienia w box office w 1Q2011 premiery mają już za sobą. Problemem, z którym poza spadkiem frekwencji spółka będzie się musiała zmierzyć w pierwszym kwartale jest też spadek średniej ceny biletów (35% sprzedanych przed rokiem biletów stanowiły wejściówki na seanse 3D). Z drugiej strony ważnym czynnikiem kreującym wartość spółki, który zdaje się być całkowicie zignorowany przez inwestorów jest przejęcie części aktywów Palace Cinema w Czechach, Słowacji i na Węgrzech. I chociaż nie widzimy szans by dzięki konsolidacji nowych nabytków udało się nadrobić ubytki w sprzedaży spowodowane słabą frekwencją kinową w pierwszych miesiącach roku, to jednak głęboka przecena akcji stwarza według nas potencjał wzrostowy dla akcji spółki. Już drugi kwartał dzięki sequelom kilku hitów (*Piraci z Karaibów*, *Kung Fu Panda*, *Kac Vegas*) daje szansę na odrobienie części strat z początku roku. Podnosimy rekomendację dla spółki do akumuluj.



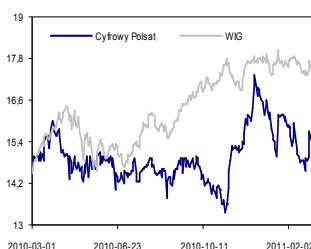
Cyfrowy Polsat (Trzymaj)

Cena bieżąca: 15,32 PLN Cena docelowa: 15,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 266,1	1 488,5	17,6%	1 528,8	2,7%	1 578,9	3,3%	Liczba akcji (mIn)	268,3
EBITDA	327,4	405,7	23,9%	449,3	10,8%	479,2	6,6%	MC (cena bieżąca)	4 110,7
marża EBITDA	25,9%	27,3%		29,4%		30,3%		EV (cena bieżąca)	4 051,2
EBIT	285,5	324,7	13,7%	354,2	9,1%	358,3	1,2%	Free float	14,0%
Zysk netto	237,9	257,6	8,3%	286,8	11,3%	290,7	1,3%		
P/E	17,3	16,0		14,3		14,1		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	14,7	12,1		10,8		10,0		Zmiana ceny: 6m	4,9%
P/BV	12,5	9,1		7,4		6,2		Zmiana ceny: 12m	2,8%
EV/EBITDA	12,5	10,0		9,0		8,2		Max (52 tyg.)	17,3
Dyid (%)	4,9	3,7		4,4		4,6		Min (52 tyg.)	13,4



W marcu dojdzie do rewizji składu indeksu WIG20 w wyniku, której Cyfrowy Polsat wypadnie z indeksu blue chipów, co w ostatnim okresie spowodowało powstanie presji podażowej z uwagi na dostosowywanie przez inwestorów benchmarkowych składu portfela do nowej struktury indeksu. Uważamy, że powyższe zmiany mogą wpływać na notowania Cyfrowego Polsatu również w marcu. Ponadto, ewentualny powrót spółki do indeksu dużych spółek wiązałby się najprawdopodobniej ze sprzedażą części udziałów przez głównego akcjonariusza, co może wywoływać spore obawy o podaź akcji. Na słabszy sentyment wpływać będzie również publikacja przeciętnych wyników czwartego kwartału, w których dadzą o sobie znać koszty oferty szerokopasmowego dostępu do internetu oraz mPunktu. Z drugiej strony spadki jakich doświadczyła spółka w ostatnich dwóch miesiącach stwarzają naszym zdaniem w dłuższym okresie potencjał do aprecjacji kursu. Uważamy, że w perspektywie najbliższego miesiąca przeważać będą jednak negatywne czynniki. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Kłopoty z częstotliwością 1800 Mhz, Cyfrowy Polsat nie rezygnuje z testów LTE

Wojewódzki Sąd Administracyjny uchylił decyzję UKE przyznającą Mobylandowi i Centernetowi rezerwację częstotliwości 1800 Mhz. Uchylenia decyzji domagał się Polkomtel oraz Polska Telefonia Cyfrowa, wskazując na błędy w procedurze przetargowej. Według komentatora UKE zastrzeżenia dotyczą potwierdzenia faktu, że przystępujący do przetargu Tolpis (wcześniejsza nazwa Mobylandu) i Mobyland to te same podmioty. Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Libickiego mimo wyroku sądu Cyfrowy Polsat nie odstąpi od testu usługi LTE, która miała być oparta na zakwestionowanej częstotliwości. W tej chwili klienci usługi szerokopasmowego dostępu korzystają z technologii HSPA+ dostarczanej na częstotliwości 900 Mhz. Póki co nie widzimy więc zagrożeń dla tej usługi. W kwestii LTE również wydaje się, że kontynuacja prac nad wdrożeniem usługi jest dobrym rozwiązaniem. Zarzuty w stosunku do decyzji UKE (kwestia nazwy zwycięzcy) wydają się stosunkowo łatwe do wyjaśnienia. Ponadto istotna jest deklaracja UKE, że oferta Mobylandu i Centernetu wciąż pozostaje najwyższej ocenioną ofertą.

1 mln dekodowników wyprodukowanych w tym roku?

Zdaniem Prezesa Dominika Libickiego w fabryce Cyfrowego Polsatu ma zostać wyprodukowanych w tym roku 1 mln dekodowników. Jest to bardzo ambitny plan biorąc pod uwagę, że do tej pory wyprodukowano około 2 mln dekodowników, a tempo wzrostu liczby abonentów było dotąd znacząco wyższe niż to jakiego można się spodziewać w najbliższym roku. Oznaczać to może zamiar znacznej zwiększenia udziału dekodowników HD w bazie abonenckiej lub też rozłożenie tegorocznej produkcji na dłuższy okres sprzedaży (mniej prawdopodobny scenariusz). Tak duża produkcja wywierać będzie z pewnością dużą presję na wydatki inwestycyjne w spółce.



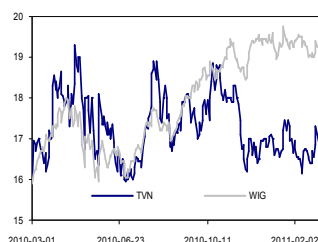
TVN (Akumuluj)

Cena bieżąca: 16,89 PLN Cena docelowa: 18,1 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-16

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 123,4	2 493,8	17,4%	2 753,9	10,4%	3 058,3	11,1%	Liczba akcji (mIn)	341,9
EBITDA	794,8	610,7	-23,2%	755,7	23,7%	915,7	21,2%	MC (cena bieżąca)	5 774,3
marża EBITDA	37,4%	24,5%		27,4%		29,9%		EV (cena bieżąca)	8 021,2
EBIT	612,1	363,8	-40,6%	499,0	37,2%	664,6	33,2%	Free float	43,7%
Zysk netto	420,8	45,6	-89,2%	280,8	515,7%	394,5	40,5%		
P/E	13,7	126,6		20,6		14,6		Zmiana ceny: 1m	-0,3%
P/CE	9,5	19,7		10,7		8,9		Zmiana ceny: 6m	-2,9%
P/BV	4,5	5,4		4,3		3,5		Zmiana ceny: 12m	1,0%
EV/EBITDA	9,6	13,5		10,6		8,5		Max (52 tyg.)	19,3
Dyid (%)	4,6	1,8		0,0		1,5		Min (52 tyg.)	16,0



Wyniki TVN w czwartym kwartale okazały się, na skutek pojawienia się kosztów restrukturyzacyjnych w 'n', nominalnie słabsze od naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu. Z uwagi na jednorazowy charakter powyższego obciążenia wyniku, a także uwzględniając dynamiczniejszy od naszych oczekiwań wzrost przychodów reklamowych Grupy publikację odbieramy jednak neutralnie. Ponad 7,3% wzrost przychodów z reklamy w okresie, gdy większość obserwatorów spodziewała się znaczącego ochłodzenia dynamiki wydatków reklamowych w Polsce stanowi naszym zdaniem dobry prognostyk zarówno dla 1Q2011 jak i całego 2011 roku. Zarząd spółki spodziewa się w tym roku wysokiego jednocyfrowego wzrostu całego rynku reklamy, co jest zgodne z naszymi modelowymi założeniami (+7,5% r/r). Uważamy, że mimo oczekiwanego przez nas rosnącego kosztu programingu w segmencie telewizyjnym wzrost wpływów reklamowych pozwoli na dalszą poprawę wyników segmentu TV. Z uwagi na zbieżność skorygowanych wyników 4Q2010 z naszymi oczekiwaniami nie widzimy podstaw do zmian naszych dotychczasowych prognoz wyników. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki 4Q2010

Wyniki TVN za czwarty kwartał 2010 roku okazały się słabsze od naszych oczekiwań, przy czym rozczerwawiające okazały się przede wszystkim wyniki osiągnięte przez segment płatnej telewizji. Przychody były bardzo zbliżone do naszych prognoz i wyniosły 753,3 mln PLN. Pozytywną niespodzianką jest przy tym dynamika przychodów reklamowych, która wyniosła 7,3% wobec zakładanych przez nas 5,4% (455,2 mln PLN przychodów reklamowych vs. prognozowane 447,0 mln PLN).

W rozbiciu na poszczególne grupy kosztowe wyraźny jest duży skok kosztów związanych z programowaniem. Nakłady z tego tytułu (uwzględniające również koszty licencji w platformie 'n' wzrosły do 317,6 mln PLN wobec 277,0 mln PLN naszej prognozy i 250,5 mln PLN przed rokiem. Jest to trend, który zgodnie z naszymi tezami z raportu z 16 lutego powinien utrzymać się również w kolejnych latach i wynika z rosnącej konkurencji ze strony obcych stacji tematycznych. Znacząco wyższa od naszych oczekiwań okazała się też amortyzacja (68,3 mln PLN, przy 59,0 mln PLN prognozy). Niższe natomiast okazały się nakłady na marketing, które sięgnęły 31,2 mln PLN (vs. 44,4 mln PLN prognozy).

W ujęciu segmentowym, jak wspomnieliśmy na samym początku bardzo słabo spisała się platforma 'n', która zanotowała aż 53,9 mln PLN straty EBITDA, tj. zaledwie 5,5 mln PLN mniej niż przed rokiem i o 19 mln PLN więcej niż zakładaliśmy w naszych prognozach. Przyczyną słabych wyników 'n' jest częściowo jednorazowy koszt restrukturyzacji usługi VOD wynoszący 18 mln PLN. W ramach biblioteki programowej VOD doszło do identyfikacji części kontentu, który nie gwarantował w przyszłości osiągnięcia rentowności i TVN zdecydował się na uiszczenie części umownych minimalnych opłat licencyjnych i zerwanie współpracy z dostawcami tego kontentu. Wpływ na wyniki platformy w czwartym kwartale miało też opóźnienie części kosztów pomiędzy 3 i 4 kwartałem 2010 roku (bardzo wysoki zysk EBITDA w 3Q2010), jednak zostało to uwzględnione w naszych prognozach. Pod względem rozwoju bazy abonenckiej platformie udało się osiągnąć cel wyznaczony przez Zarząd (800 tys. abonentów) i powiększyła swoją bazę do 804 tys. użytkowników. Kwartałne ARPU sięgnęło przy tym 60,2 PLN, co jest wynikiem tylko nieznacznie gorszym niż w 3Q2010 mimo charakterystycznego dla czwartego kwartału rozwodnienia średniego przychodu przez promocje.

Pozytywnie oceniamy wyniki osiągnięte przez segment online, który wypracował 75,3 mln PLN przychodów i 24,6 mln PLN zysku EBITDA. Marża EBITDA okazała się słabsza od ubiegłorocznej, jednak należy pamiętać, że 37% wypracowane w 4Q2009 było nadzwyczajnym dobrym wynikiem.

W segmencie telewizyjnym mimo wzrostu przychodów (+7,7% r/r) wzrost wyniku EBITDA okazał się zgodny z naszymi oczekiwaniami znacznie mniejszy (+1,4% r/r do 228,3 mln PLN). Jest to spowodowane przede wszystkim zwiększonymi nakładami na jesienną ramówkę. Wzrost

nakładów dotyczy przede wszystkim głównej stacji, gdzie koszty wzrosły w ujęciu r/r aż o 39 mln PLN. W tym samym czasie koszty stacji tematycznych spadły o 6 mln PLN. Wyraźna tendencja wzrostu znaczenia stacji tematycznych TVN jest również widoczna w generowanych przychodach, które w przypadku kanałów tematycznych wzrosły o 9,9%, a w kanale głównym jedynie o 7%. W konsekwencji EBITDA w części tematycznej wzrosła o 53,8% do 47,8 mln PLN, podczas gdy EBITDA głównego kanału spadła o 6,9% do 180,5 mln PLN. Saldo na działalności finansowej wyniosło -76,6 mln PLN wobec -67,9 mln PLN naszych oczekiwań, przy czym odchylenie jest spowodowane większymi od oczekiwanych różnicami kursowymi z przeszacowania biblioteki programowej. Na wysokość salda zgodnie z oczekiwaniami negatywnie przełożył się koszt premii za przedterminowy wykup długu w wysokości 7,2 mln PLN.

Podsumowując wyniki odnotowane przez TVN oceniamy neutralnie. Pomijając zaksięgowane wydarzenie jednorazowe w platformie 'n' rezultaty nie różnią się w sposób istotny od naszych prognoz. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nastąpił efekt wzbogacenia ramówki, który nie pozwolił na istotną poprawę wyników segmentu telewizyjnego mimo wzrostu przychodów reklamowych. Z drugiej jednak strony czwarty kwartał nie okazał się tak słaby dla segmentu telewizyjnego pod względem przychodów reklamowych jak zapowiadały na jego początku stacje telewizyjne (ostatecznie 5,3% wzrostu przychodów w całym segmencie i 6,3% wzrostu w samej Grupie TVN). Stanowi to naszym zdaniem pozytywny prognostyk przed pierwszym kwartałem i ogólnie całym 2011 rokiem. Spodziewamy się, że w 2011 roku utrzyma się presja na wzrost nakładów na programing, jednak dzięki dynamiczniejszemu wzrostowi przychodów z reklamy segment telewizyjny kontynuować będzie poprawę wyników.

Wyniki oglądalności za styczeń

Oglądalność stacji TVN spadła w styczniu do 13,6% wobec 13,8% w analogicznym okresie ubiegłego roku. W tym samym czasie spadała też oglądalność pozostałych głównych stacji telewizyjnych: Polsatu z 13,7% do 12,8%, TVP1 z 21,7% do 20,3%, TVP2 z 15,0% do 14,7%. W grupie docelowej oglądalność TVN spadła z 19,3% do 18,0%, Polsatu spadła z 12,3% do 11,5%, TVP1 wzrosła z 13,6% do 13,8%, a TVP2 pozostała bez zmian na poziomie 10,9%. Cała Grupa TVN osiągnęła oglądalność ogółem na poziomie 19,3% (wzrost z 19,1%). Wyniki oglądalności odbieramy umiarkowanie pozytywnie. Martwi co prawda spadek udziałów w grupie docelowej jednak najważniejszym sygnałem jest wyhamowanie dość istotnych spadków mających miejsce w sezonie jesiennym. Kluczową kwestią będzie kontynuacja takiego trendu w ramówce wiosennej, gdyż okres zimowy nie ma tak istotnego przełożenia na wyniki z uwagi na martwy sezon w reklamie.

Wykup kolejnej transzy obligacji

TVN poinformował o wykupie obligacji o wartości nominalnej 100 milionów PLN stanowiących część serii obligacji PLN o wartości nominalnej 500 milionów PLN, wyemitowanych przez Spółkę w 2008 r. z terminem wykupu w 2013 r. Obligacje zostały wykupione po średniej cenie na poziomie 102,85% wartości nominalnej, powiększonej o odsetki narosłe od dnia 15 grudnia 2010 r. do 14 lutego 2011 r. Kwota do zapłaty za wykup obligacji łącznie z naliczonymi odsetkami wyniosła 104 miliony PLN. Spółka zapowiada wykupienie całości długu (łącznie 500 mln PLN) do marca.



IT

Przetarg dla Ministerstwa Sprawiedliwości

Asseco Poland, ATM Systemy Informatyczne, Comarch, Tallex oraz spółka Sevenet zostały zaproszone do składania ofert w przetargu organizowanym przez Ministerstwo Sprawiedliwości na dostawę i wdrożenie systemu cyfrowej rejestracji przebiegu rozpraw sądowych w sądach powszechnych. Budżet tego projektu to blisko 30 mln PLN. Kontrakt ten będzie naszym zdaniem oparty w dużej mierze na infrastrukturze sprzętowej i z tego względu przewidujemy, że realizowany będzie przy stosunkowo niskiej marży.



AB (Akumuluj)

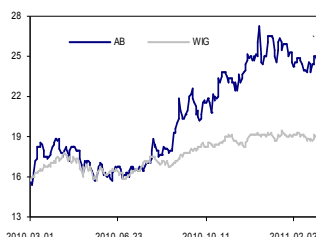
Cena bieżąca: 24,5 PLN

Cena docelowa: 27,6 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2009/10	zmiana	2010/11P	zmiana	2011/12P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 839,7	2 882,1	1,5%	3 071,7	6,6%	3 298,9	7,4%	Liczba akcji (mln)	15,5
EBITDA	81,9	63,7	-22,1%	71,6	12,4%	66,2	-7,6%	MC (cena bieżąca)	378,7
marża EBITDA	2,9%	2,2%		2,3%		2,0%		EV (cena bieżąca)	463,5
EBIT	76,5	58,3	-23,8%	66,1	13,4%	60,5	-8,4%	Free float	45,8%
Zysk netto	27,0	35,2	30,4%	48,6	38,3%	42,8	-12,0%		
P/E	14,5	10,8		7,8		8,8		Zmiana ceny: 1m	1,2%
P/CE	12,1	9,3		7,0		7,8		Zmiana ceny: 6m	20,4%
P/BV	1,5	1,3		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	50,4%
EV/EBITDA	6,1	7,9		6,5		6,7		Max (52 tyg.)	27,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	15,7



AB opublikowało rekordowe wyniki za drugi kwartał roku obrotowego 2010/11, choć osiągnięcie tych rezultatów wiązało się ze znaczącym wzrostem kapitału obrotowego i zadłużenia netto. Uważamy jednak, że w toku pierwszych miesięcy roku kalendarzowego AB, przy niższej dynamice sprzedaży, powinno być w stanie zredukować stan zapasów i należności uwalniając część gotówki zamrożonej w toku 2Q2010/2011. Jednocześnie spółka zawiązała w poczet wyników 11,5 mln PLN rezerw w poczet przyszłych kosztów, które w kolejnych kwartałach mają szansę na częściowe rozwiązanie. Na naszych prognozach, skorygowanych o rozwiązanie rezerwy na spór z Raiffeisenem, spółka notowana jest przy wskaźniku 7,8xP/E, co daje w naszej opinii spółce pewien potencjał wzrostowy. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Rekordowy kwartał okupiony wzrostem zadłużenia

Wyniki AB w drugim kwartale roku obrotowego 2010/2011 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i rekordowe w historii spółki. Zwraca jednak uwagę, że dynamiczny, ponad 22% wzrost generowanych obrotów został przez spółkę okupiony dużym wzrostem kapitału obrotowego i zadłużenia kredytowego (dług netto wzrósł do 289,5 mln PLN ze 125,8 mln PLN na koniec 1Q2010/2011). Wyniki drugiego kwartału zawiązały również pozytywne jednorazowe wydarzenie na kwotę 7,5 mln PLN (odwrócenie rezerwy po wygranym sporze sądowym z Raiffeisenem), które jednak było uwzględnione również w naszych prognozach.

Przychody Grupy wyniosły 1156,4 mln PLN, tj. o 14,5% więcej niż przewidywaliśmy w naszych prognozach. Sprawozdanie jednostkowe wskazuje, że jednostka dominująca powiększyła swoje przychody w drugim kwartale o 161,3 mln PLN r/r, co wskazywałoby, że to ona w większości opowiadała za odnotowanym skok przychodów (przychody od jednostek powiązanych zwiększyły się w drugim kwartale zaledwie o 31,8 mln PLN). Skonsolidowana marża brutto na sprzedaży wyniosła 5,5% i okazała się niższa od naszych szacunków (5,8%).

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wyniosły 25,5 mln PLN, podczas gdy w naszych prognozach oczekiwaliśmy kosztów ogólnych działalności na poziomie 28,4 mln PLN. Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -1,8 mln PLN wobec zakładanych przez nas +1,7 mln PLN. Na wysokość salda wpłynęło wspomniane wyżej rozwiązanie rezerwy na 7,5 mln PLN. Negatywne odchylenie od naszych prognoz jest spowodowane utworzeniem bardzo wysokich rezerw na przyszłe koszty (6,3 mln PLN rezerwy na przewidywane koszty obciążenia sieci i 5,2 mln PLN rezerwy na inne przewidywane koszty według stanu za pierwsze półrocze, przy czym według naszych szacunków na pierwszy kwartał przypadała tylko nieznaczna część tych kwot). W efekcie wynik operacyjny wyniósł 36,2 mln PLN wobec 31,9 mln PLN naszej prognozy.

Saldo na działalność finansową wyniosło -4,1 mln PLN (vs. -3,0 mln PLN naszej prognozy). Wyższe ujemne saldo na działalności finansowej wynika najprawdopodobniej ze znacznie wyższego zadłużenia Grupy w okresie.

Ostatecznie wynik netto wygenerowany przez spółkę w drugim kwartale wyniósł 27,7 mln PLN wobec prognozowanych przez nas 25,1 mln PLN.

Podsumowując, wyniki AB oceniamy jako dobre. Obraz wyników psuje co prawda duży wzrost długu netto Grupy jednak spodziewamy się, że w kolejnych kwartałach wraz z obniżeniem dynamiki przychodów dojdzie również do zmniejszenia zapotrzebowania na kapitał obrotowy, przez to do redukcji zadłużenia. Ponadto, wysokie rezerwy w poczet przyszłych kosztów (łącznie blisko 11,5 mln PLN) stwarzają prawdopodobieństwo rozwiązania ich części w przyszłych okresach, co dodatkowo wspierałoby tegoroczne wyniki.



Action (Akumuluj)

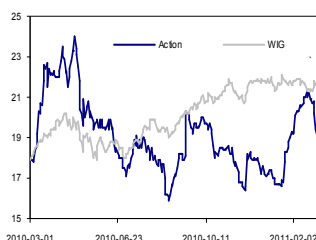
Cena bieżąca: 19 PLN

Cena docelowa: 18,16 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2008/09	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 079,4	2 160,7	-29,8%	2 320,1	7,4%	2 545,5	9,7%	Liczba akcji (mIn)	17,2
EBITDA	49,9	48,9	-1,9%	53,8	9,9%	59,4	10,5%	MC (cena bieżąca)	327,4
marża EBITDA	1,6%	2,3%		2,3%		2,3%		EV (cena bieżąca)	393,8
EBIT	38,1	37,2	-2,3%	44,8	20,5%	50,3	12,4%	Free float	25,7%
Zysk netto	23,3	26,4	13,2%	32,3	22,6%	37,3	15,5%		
P/E	14,1	12,4		10,1		8,8		Zmiana ceny: 1m	-1,5%
P/CE	9,3	8,6		7,9		7,1		Zmiana ceny: 6m	5,6%
P/BV	1,8	1,7		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	6,1%
EV/EBITDA	7,5	8,2		7,3		6,5		Max (52 tyg.)	24,0
Dyid (%)	0,0	4,3		3,0		3,9		Min (52 tyg.)	15,9



Spodziewamy się, że wyniki czwartego kwartału będą w Actionie stanowić przełamanie złej passy słabszych publikacji kwartalnych jaka miała miejsce w zakończonym roku obrotowym. Mimo, iż po okresie spadków notowań luty przyniósł pewne odreagowanie i wzrost kursu spółki do poziomu naszej ceny docelowej uważamy, że spółka nadal posiada potencjał wzrostowy. Oczekiwana przez nas w 2011 roku poprawa wyników finansowych płynąca zarówno z braku strat na różnicach kursowych jak i wdrażanych w zeszłym roku oszczędności przekładają się na 10,1xP/E 2011. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Plan połączenia z A.pl

Action ogłosił plan połączenia ze spółką zależną A.pl, w której posiada 100% udziałów. Większość aktywów spółki została wcześniej przekazana do podmiotu A.pl Internet. Fuzja z A.pl jest zatem działaniem mającym na celu uproszczenie struktury Grupy i nie ma dużego przełożenia na działalność Actionu.

Prezes Bieliński o perspektywach 2011 roku

Prezes Actionu Piotr Bieliński w wywiadzie dla PAP optymistycznie ocenił perspektywy spółki jakie wiążą się z 2011 rokiem. Action optymistycznie postrzega perspektywy na 2011 r. Szacunki mówiące o 34 mln PLN zysku netto grupy i 10 proc. wzroście przychodów w 2011 r. mogą jego zdaniem okazać się konserwatywne. Prezes Bieliński wyraził również zadowolenie z wyników jakie spółka osiągnęła w 4Q2010. Ponadto zgodnie ze słowami Prezesa na wypłatę dywidendy za 2010 r. Action może przeznaczyć około 20-30 proc. ubiegłorocznego zysku. Również naszym zdaniem po nie najlepszym 2010 roku Action może w bieżącym roku sprawić miłą niespodziankę inwestorom, a kluczem do pozytywnego zaskoczenia będzie wyeliminowanie wpływu różnic kursowych na wynik oraz oszczędności płynące z ubiegłorocznej restrukturyzacji. W odniesieniu do wyników czwartego kwartału spodziewamy się, że po okresie dwóch kwartałów rozczarowań Action osiągnie dwucyfrowy zysk (wstępnie szacujemy go na 11-12 mln PLN).



ASBIS (Akumuluj)

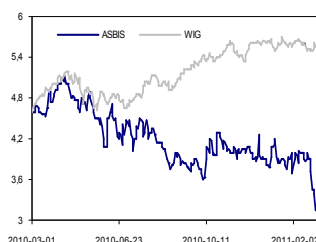
Cena bieżąca: 3,24 PLN

Cena docelowa: 4,32 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn USD)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 167,9	1 435,1	22,9%	1 490,8	3,9%	1 620,0	8,7%	Liczba akcji (mln)	55,5
EBITDA	5,8	13,0	124,8%	19,0	46,0%	25,1	32,0%	MC (cena bieżąca)	179,8
marża EBITDA	0,5%	0,9%		1,3%		1,5%		EV (cena bieżąca)	281,5
EBIT	2,9	9,4	225,6%	16,0	69,6%	22,0	37,6%	Free float	41,0%
Zysk netto	-3,2	0,9		7,8	738,4%	12,6	62,2%		
P/E		67,6		8,1		5,0		Zmiana ceny: 1m	-15,2%
P/CE		13,9		5,8		4,0		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	0,7	0,7		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	-30,8%
EV/EBITDA	12,8	7,3		5,2		3,9		Max (52 tyg.)	5,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,2



Asbis mocno rozczarował wynikami osiągniętymi w ostatnich trzech miesiącach ubiegłego roku. Dodatkowo opublikowana przez spółkę prognoza wyników na 2011 rok również nie została przyjęta przez inwestorów z entuzjazmem. Duże spadki notowań jakie miały miejsce po publikacji wyników w znacznym stopniu dyskontują jednak niższe wyniki zakończonego roku oraz słabsze perspektywy 2011 roku określone prognozą zarządu. Przy uwzględnieniu szacunków przedstawionych przez kierownictwo spółki Asbis notowany jest przy wskaźniku 8,1-10,4xP/E. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kolejne rozczarowanie

W czwartym kwartale 2010 roku Asbis po raz kolejny nie zachwyił wynikami. Również po raz kolejny główną przyczyną słabszych rezultatów osiągniętych przez spółkę okazały się różnice kursowe. Wpływ walut na wypracowany wynik operacyjny sięgnął 1,7 mln USD, zysk brutto o 1,4 mln USD. Tym samym okazało się, że polityka zabezpieczeń stosowana przez spółkę okazała się skuteczna jedynie w 3Q2010, a zatem w okresie kiedy spółka miała szansę na różnicach kursowych zarobić. Marża brutto okazała się co prawda zgodna z naszymi szacunkami nawet po uwzględnieniu różnic kursowych (bez różnic kursowych była o 0,3 p.p. wyższa) jednak wysokie koszty sprzedaży wynikające z rosnących przychodów i wysokiej skorygowanej o różnice marży wpłynęły na osiągnięcie przez spółkę niskiego wyniku operacyjnego.

Przychody Asbisu wzrosły mocniej od naszych oczekiwań sięgając 477,1 mln USD tj. o 16,4% więcej w porównaniu do ubiegłego roku oraz 3,4% więcej od naszych prognoz. Ponownie motorem wzrostu były kraje byłego ZSRR, gdzie obroty wzrosły o 40,6% do 214,3 mln USD. Wzrostowy był również region krajów Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie Asbis powiększył sprzedaż o 6,4% do 166,7 mln USD. Spadek przychodów został natomiast odnotowany w Europie Zachodniej (27,0 mln USD tj. -29,8% r/r).

Jak wspomnieliśmy na początku marża brutto skorygowana o różnice kursowe była wyższa od oczekiwań (4,9% vs. 4,6% prognozy), a z uwzględnieniem różnic okazała się zgodna z prognozą. Niemniej od wyższej skorygowanej rentowności sprzedaży naliczane były najprawdopodobniej bonusy sprzedażowe i w związku z tym koszty ogólne działalności wyniosły 17,3 mln USD, przy 14,4 mln USD naszej prognozy.

Na poziomie sald na działalności finansowej spółka pokazała 0,3 mln USD zysku z tytułu pozycji zabezpieczających, jednak uwzględniając skalę strat poniesionych w marży brutto, skuteczność zabezpieczenia wyniosła zaledwie 18%. Dla porównania w kwartale trzecim, gdy z uwagi na otoczenie makroekonomiczne spółka miała szansę mocno skorzystać na różnicach kursowych skuteczność zabezpieczeń sięgnęła 38%. Ostatecznie zysk netto okresu wyniósł 1,8 mln USD.

Podsumowując, wyniki Asbisu oceniamy negatywnie. Spółka pokazała, że nie potrafi sobie poradzić z polityką zabezpieczania ryzyka kursowego. W skali całego 2010 roku pokazała zaledwie 0,9 mln USD zysku netto, a zakładając neutralność walut na wyniki zysk netto poprzedniego roku sięgnąłby około 3,9 mln USD. Obserwując dynamiczny wzrost przychodów notowany przez spółkę zwłaszcza w byłych krajach radzieckich można mieć nadzieję na dalszą dynamiczną poprawę wyników spółki. Całkowity brak kontroli nad ekspozycją na ryzyko kursowe powoduje jednak, że wspomniany wzrost wyników jest obciążony dużym ryzykiem.

Prognoza wyników na 2011 rok

Asbis prognozuje, że przy założeniu, że nie dojdzie do drugiego dna kryzysu skonsolidowane przychody za 2011 rok sięgną 1,6-1,65 mld USD, a zysk netto tego okresu kształtować się będzie w przedziale 6,0-7,5 mln USD. Najambitniejszym założeniem dotyczącym prognozy wydaje się ponad 12% wzrost przychodów. Z informacji przekazanych przez spółkę pierwsze miesiące 2011 roku wskazują na utrzymywanie się dwucyfrowej dynamiki przychodów. Prognoza wyniku netto, w wypadku realizacji zamierzonych przychodów wydaje się



niewymagająca (biorąc po uwagę, że zarząd nie uwzględnia w prognozie ewentualnych strat na różnicach kursowych). Skorygowana marża operacyjna minionego roku wyniosła 0,91%. Zakładając jej minimalny, wynikający z korzyści skali, wzrost do 1,0% otrzymujemy przedział wyniku operacyjnego na poziomie 16,0-16,5 mln USD. W tym kontekście 6,0-7,5 mln USD wyniku netto wydaje się niewymagającym celem.



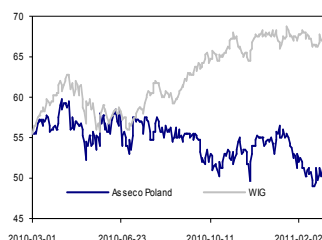
Asseco Poland (Kupuj)

Cena bieżąca: 51,15 PLN Cena docelowa: 65,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2010-08-31

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 050,3	3 195,8	4,8%	3 389,2	6,1%	3 616,2	6,7%	Liczba akcji (mln)	77,6
EBITDA	646,1	676,1	4,6%	663,2	-1,9%	692,0	4,3%	MC (cena bieżąca)	3 967,5
marża EBITDA	21,2%	21,2%		19,6%		19,1%		EV (cena bieżąca)	3 881,1
EBIT	525,5	550,1	4,7%	537,0	-2,4%	563,1	4,9%	Free float	60,2%
Zysk netto	373,4	414,6	11,1%	383,0	-7,6%	409,0	6,8%		
P/E	10,6	9,6		10,4		9,7		Zmiana ceny: 1m	-2,6%
P/CE	8,0	7,3		7,8		7,4		Zmiana ceny: 6m	-6,4%
P/BV	0,9	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-7,7%
EV/EBITDA	6,8	6,0		5,9		5,3		Max (52 tyg.)	59,7
Dyid (%)	2,7	3,1		2,9		3,1		Min (52 tyg.)	49,0



Ze względu na podaż akcji własnych oraz obawy inwestorów związanych z przejęciem jakiego Asseco Poland dokonało w Izraelu, ubiegły rok okazał się bardzo słaby dla notowań spółki. W listopadzie Asseco Poland przeprowadziło emisję połączoną z umorzeniem akcji własnych, co wyciszyło atmosferę wokół spółki i pozwoliło kursowi na częściowe odreagowanie wcześniejszych spadków. Niestety doniesienia zarządu na temat wejścia do notowań na Nasdaq połączonego z emisją akcji dla amerykańskich inwestorów ponownie w lutym źle przysłużyło się notowaniom spółki. Oczekujemy, że ostatecznie zarząd nie zdecyduje się na przeprowadzanie kolejnej emisji akcji i najbliższe miesiące powinny przynieść korektę wcześniejszych spadków i zredukowanie dyskonta, z jakim w chwili obecnej Asseco Poland notowane jest do spółek porównywalnych (16,7% dyskonta na bazie EV/EBITDA 2011 i 17,8% dyskonta na bazie P/E 2011). Poza niższą na tle spółek porównywalnych wyceną dużej szansy dla spółki upatrujemy w projektach administracyjnych. Asseco jest w naszej opinii głównym pretendentem do realizacji najbardziej interesującego projektu z obszaru elektronicznej administracji jakim jest elektroniczna platforma zdarzeń medycznych, której budowa jest warta ponad 800 mln PLN. Poza fazą wdrożenia bardzo zyskowne może być dalsze utrzymanie systemu, które według naszych szacunków może być warte co najmniej 80 mln PLN rocznie. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Magic Software za 4Q2010

Magic Software, spółka zależna Formula Systems, opublikowała wyniki czwartego kwartału 2010 r. Spółka zwiększyła zysk netto do 3,1 mln USD z 1,5 mln USD (skorygowanych o 2 mln USD z tytułu sprzedaży nieruchomości), zysk operacyjny wzrósł do 3 mln USD z 1,5 mln USD (skorygowanych), a przychody wzrosły do 25 mln USD z 14,5 mln USD. Wyniki Magica oceniamy jako dobre. W ramach Formula Systems jest to z pewnością najciekawsza spółka i naszym zdaniem może liczyć na dalszy dynamiczny wzrost przychodów dzięki swoim rozwiązaniom z zakresu cloud computingu. Wyniki 4Q2010 w Magicu dają niewielką szansę na przekroczenie w całej Formula Systems ubiegłorocznego osiągnięcia (19,1 mln USD zysku netto) mimo sprzedaży jednej ze spółek zależnych. Kluczowe będą jednak wyniki w Matrix IT.

Umowa z miastem Elbląg

Asseco Poland podpisało z Urzędem Miasta Elbląga umowę o wartości 27,2 mln PLN brutto na dostawę i instalację sprzętu teleinformatycznego do realizacji aktywnej części projektu "Budowa Miejskiej Sieci Szerokopasmowej w Elblągu". Projekt będzie realizowany w konsorcjum z firmą Andra. Liderem konsorcjum jest Asseco Poland, które wykona ponad 90% prac w ramach tego projektu. Dostawcą infrastruktury sieciowej, która zostanie wdrożona w Elblągu jest firma Cisco. Kontrakt powiększy portfel zamówień Grupy o około 20,1 mln PLN (0,6% szacowanych przez nas przychodów 2010 roku Grupy Asseco Poland). Z uwagi jednak na sprzętowy charakter zamówienia marża realizowana na powyższym zamówieniu będzie jednak stosunkowo niska.

Umowa na udzielenie licencji

Asseco Poland i Asseco Central Europe podpisały umowę w przedmiocie udzielenia przez Asseco Poland spółce zależnej licencji na produkt DEF3000/CB. W zamian Asseco Central Europe udzieliło podmiotowi dominującemu licencji na produkt Loan and Teller. Łączna wartość licencji to 11,2 mln EUR. Powiększenie cross sellingu w ramach Grupy Asseco jest bardzo ważnym elementem budowy wartości spółek. Podpisana umowa nie stanowi jednak naszym zdaniem przełomu i przed Asseco jeszcze daleka droga by w pełni wykorzystać potencjał płynący z zastosowania rozwiązań informatycznych poszczególnych spółek w skali całej Grupy Asseco. Przede wszystkim brak jest pewności czy powyższe licencje zostały zakupione pod realizowane projekty czy też jedynie pod potencjalne zamówienia.



Kontrakt w Hali Stulecia we Wrocławiu

Asseco Poland podpisało umowę na wykonanie pełnego zakresu instalacji elektrycznych, teletechnicznych oraz automatyki wentylacji i klimatyzacji wraz z systemem building management systems w Hali Stulecia we Wrocławiu. Wartość kontraktu to 8,9 mln PLN netto. Bez wpływu na notowania.



ComArch (Trzymaj)

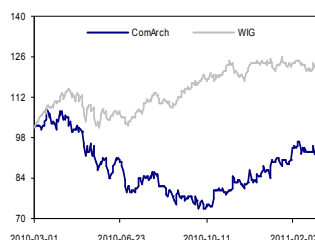
Cena bieżąca: 91,8 PLN

Cena docelowa: 88 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	729,4	761,7	4,4%	803,5	5,5%	852,7	6,1%	Liczba akcji (mln)	8,1
EBITDA	56,2	64,0	13,9%	86,1	34,5%	97,8	13,6%	MC (cena bieżąca)	739,1
marża EBITDA	7,7%	8,4%		10,7%		11,5%		EV (cena bieżąca)	628,4
EBIT	14,3	23,5	63,6%	47,1	100,7%	59,3	26,0%	Free float	22,5%
Zysk netto	32,3	43,4	34,4%	43,6	0,5%	51,2	17,4%		
P/E	22,9	17,0		17,0		14,4		Zmiana ceny: 1m	-3,1%
P/CE	10,0	8,8		8,9		8,2		Zmiana ceny: 6m	18,1%
P/BV	1,3	1,3		1,2		1,1		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	11,5	10,1		7,3		6,2		Max (52 tyg.)	107,9
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,1		Min (52 tyg.)	73,6



Wyniki czwartego kwartału 2010 roku opublikowane przez Comarch, jak również zaraportowany na koniec lutego portfel kontraktów na rok bieżący wskazują na duży potencjał rozwoju spółki uwidaczniającego się w rosnącej sprzedaży i poprawie marży osiąganey na sprzedawanych produktach. Z drugiej jednak strony zanotowany w zaraportowanym okresie wzrost kosztów działalności sygnalizuje, że rozwój ten z uwagi na presję kosztową niekoniecznie musi przełożyć się na tak dynamiczną poprawę osiągniętych wyników, jakiej obecnie oczekują inwestorzy płacąc za akcje Comarchu, premię w stosunku do pozostałych polskich spółek informatycznych. Podtrzymujemy rekomendację trzymaj.

Gorzej od oczekiwań

Wyniki Comarchu w czwartym kwartale okazały się znacząco słabsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym oraz zgodne z prognozami na poziomie wyniku netto. Źródłem odchylenia na poziomie wyniku netto były bardzo wysokie koszty ogólne działalności spółki. Odchylenia in plus powstały na podatku dochodowym, gdzie spółka zaksięgowiała ujemną wartość na poziomie -7,0 mln PLN, podczas gdy spodziewaliśmy się 1,6 mln PLN obciążenia podatkowego. Drugim źródłem odchylenia in plus jest strata mniejszości, która okazała się wyższa niż zakładaliśmy (-6,9 mln PLN vs. -2,2 mln PLN prognozy).

Przychody Comarchu sięgnęły w 4Q2010 264,4 mln PLN tj. o 5,4%. Głównymi motorami wzrostu przychodów okazały się przy tym segment handlu (+33,0 mln PLN r/r) oraz segment TMT (+9,4 mln PLN r/r). Mimo wzrostu udziału sprzętu kosztem oprogramowania własnego nastąpił tylko niewielki spadek marży brutto na sprzedaży (26,6% vs. 25,5% naszej prognozy i 27,1% przed rokiem). Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu sięgnęły aż 49,0 mln PLN i było to najważniejsze negatywne zaskoczenie publikacji (w poprzednim roku, który był dotąd rekordowy pod tym względem koszty te wynosiły 36,4 mln PLN). Niemiecki SoftM obniżył przy tym skonsolidowany wynik operacyjny o 5,5 mln PLN, a spółki celowe zanotowały stratę w wysokości 2,3 mln PLN. Ostatecznie wynik operacyjny Comarchu wyniósł 19,2 mln PLN.

Saldo na działalności finansowej wyniosło -2,6 mln PLN, wobec oczekiwanych +0,4 mln PLN. Przy wspomnianych wyżej odchyleniach na poziomie obciążenia podatkowego i straty mniejszości (efekt wyższej od oczekiwań straty SoftM) wynik netto ukształtował się na poziomie 30,6 mln PLN.

Podsumowując, wyniki Comarchu stanowią lekkie rozczarowanie w relacji do naszych oczekiwań i konsensusu rynkowego. Mimo pozytywów płynących z dynamiczniejszego wzrostu przychodów oraz bardzo dobrej rentowności brutto spółka nie jest w stanie utrzymać dyscypliny kosztowej i wykorzystać powyższych trendów do znacznej poprawy wyników. Spółka poinformowała, że portfel zamówień na 2011 rok ma obecnie wartość 406,3 mln PLN tj. o 18% więcej niż w analogicznym okresie ubiegłego roku. Stosunkowo duży przyrost portfela będzie przekładał się na poprawę wyników w 2011 roku, jednak wobec tak dużego wzrostu kosztów jaki miał miejsce w 4Q2010 poprawa ta może być znaczącą mniejsza od tej, której oczekują inwestorzy.

Kontrakt na utrzymanie ePUAP

Comarch zdobył kontrakt w MSWiA o wartości 12,9 mln PLN brutto na świadczenie usługi utrzymania systemu ePUAP. Wartość zlecenia netto (10,6 mln PLN) to 1,3% naszej prognozy skonsolidowanych przychodów spółki na 2011 rok.

Portfel kontraktów o 20% większy r/r

Zgodnie z wypowiedzią Prezesa Janusza Filipiaka portfel zamówień Comarchu jest obecnie ponad 20% wyższy r/r i spółka oczekuje znacznie lepszych wyników w bieżącym roku. Z wypowiedzi Prezesa wynika, że przychody Comarchu w 2010 r. wyniosły około 750 mln PLN. Wypowiedzi Prezesa Filipiaka są zgodne z naszymi rocznymi prognozami.



Komputronik (Akumuluj)

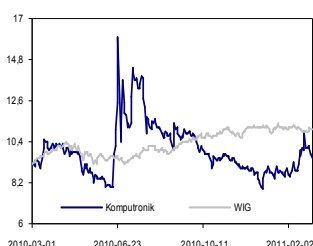
Cena bieżąca: 9,5 PLN

Cena docelowa: 10,12 PLN

Analityk: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	982,9	834,5	-15,1%	888,5	6,5%	945,4	6,4%	Liczba akcji (mIn)	8,6
EBITDA	5,7	13,8	142,1%	19,1	38,6%	22,9	19,6%	MC (cena bieżąca)	81,7
marża EBITDA	0,6%	1,7%		2,2%		2,4%		EV (cena bieżąca)	119,3
EBIT	-3,2	5,5		10,8	94,4%	14,4	33,9%	Free float	35,0%
Zysk netto	-1,9	3,3		6,1	86,5%	9,2	50,3%		
P/E		25,0		13,4		8,9		Zmiana ceny: 1m	9,8%
P/CE	11,1	7,1		5,6		4,6		Zmiana ceny: 6m	-15,2%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,5		Zmiana ceny: 12m	1,1%
EV/EBITDA	22,0	8,7		6,2		5,0		Max (52 tyg.)	16,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		1,5		Min (52 tyg.)	7,9



Komputronik nie zachwycił rezultatami ostatnich trzech miesięcy roku, na co wpływ miała przede wszystkim bardzo niska marża brutto (najniższa od momentu debiutu giełdowego, mimo zwyczajowej sezonowej poprawy marż w czwartym kwartale roku). Naszym zdaniem wpływ na to, poza większym udziałem w sprzedaży mniej marżowych segmentów hurtu i biznesu, mogła mieć sytuacja w segmencie komputerów przenośnych, gdzie w czasie trwania kwartału pojawiały się znaczne promocje i upusty ze strony producentów. W takiej sytuacji duzi detaliści (w tym Komputronik), którzy muszą się zazwyczaj wcześniej zatowarować przez sezonem wysokiej sprzedaży mieli dużo mniej atrakcyjną cenową ofertę w stosunku do mniejszych konkurentów i musieli zrezygnować z części swojej marży by móc sprzedać towar. Oczekujemy, że kolejne kwartały przyniosą już poprawę rentowności brutto i przełożą się na poprawę wyników w porównaniu do ubiegłego roku kalendarzowego. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Niska rentowność, słabe wyniki

Komputronik wbrew naszym oczekiwaniom opublikował słabe wyniki finansowe za trzeci kwartał roku obrotowego 2010/2011, przy czym główną negatywną niespodzianką publikacji jest bardzo niska marża brutto na sprzedaży, która wyniosła 10,4% i była najniższą marżą kwartalną w ostatnich czterech latach.

Przychody Komputronika wyniosły 291,3 mln PLN i były niższe od naszej prognozy i danych opublikowanych przez spółkę wcześniej o 0,5%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dzięki wyłączeniu z konsolidacji kosztów centrali spółki Karen udało się obniżyć koszty ogólne działalności. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu okazały się niższe od naszych oczekiwań o 1,6 mln PLN (28,3 mln PLN vs. 29,9 mln PLN prognozy). Saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło aż +8,8 mln PLN, przy oczekiwanych przez nas -1,6 mln PLN. Jednocześnie bardzo wysokie było też ujemne saldo na działalności finansowej które wyniosło -8,8 mln PLN. W sprawozdaniu brak jest szczegółowych informacji na temat tak wysokich stanów obydwóch sald. Zamieszczona została jedynie wzmianka o stracie zanotowanej na opcji PUT na akcje Clean&Carbon Energy w wysokości 3,8 mln PLN. Ostatecznie spółka wypracowała 1,1 mln PLN zysku netto wobec 3,6 mln PLN naszej prognozy.

Podsumowując, wyniki Komputronika rozczarowują. Mimo oszczędności w wyniku spadku rentowności brutto spółka pogorszyła swój wynik w porównaniu do ubiegłego roku. Niska rentowność połączona ze sporym wzrostem przychodów mogła być efektem wzrostu sprzedaży w mniej rentownych kanałach sprzedaży (hurt, detal) lub też ogólnym spadkiem rentowności w kanale detalicznym.



Sygnity (Kupuj)

Cena bieżąca: 18 PLN

Cena docelowa: 18,3 PLN

Analitik: Piotr Grzybowski

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	563,2	521,5	-7,4%	575,0	10,3%	656,4	14,2%	Liczba akcji (mIn)	11,9
EBITDA	-69,1	-9,3	-86,5%	38,0		42,5	11,9%	MC (cena bieżąca)	213,9
marża EBITDA	-12,3%	-1,8%		6,6%		6,5%		EV (cena bieżąca)	236,2
EBIT	-103,6	-36,4	-64,9%	10,5		21,9	109,0%	Free float	66,1%
Zysk netto	-104,5	-43,3	-58,6%	2,1		14,4	575,6%		
P/E				100,4		14,9		Zmiana ceny: 1m	-1,2%
P/CE				7,2		6,1		Zmiana ceny: 6m	28,0%
P/BV	0,8	0,9		0,9		0,9		Zmiana ceny: 12m	30,3%
EV/EBITDA				6,2		5,2		Max (52 tyg.)	20,0
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	12,8



Chociaż czwarty kwartał 2010 roku z uwagi na obciążenia rezerwami na odpisy naszym zdaniem nie zachwyci inwestorów (również z uwagi na zawyżoną bazę zaraportowaną w 4Q2009, która naszym zdaniem ulegnie istotnemu skorygowaniu w dół przy publikacji wyników) to jednak naszym zdaniem wiele czynników wskazuje na to, że 2011 rok okaże się dla spółki przełomowy. Przeprowadzona restrukturyzacja zatrudnienia, redukcja najmowanej powierzchni biurowej, zmniejszenie floty samochodowej, konsolidacja spółek zależnych oraz wdrożenie centrum zakupowego przełożą się na znaczące obniżenie bazy kosztowej (szacujemy je na minimum 42 mln PLN). Ponadto szybsza kontraktacja początku roku wskazuje również na poprawę strony przychodowej w tym roku. Również od strony finansowania swojej działalności spółka umocniła swoją pozycję dzięki umowie kredytowej z ING BSK. Scenariusz szybkiej poprawy wyników po przeprowadzonej restrukturyzacji uzasadnia dalszy potencjał wzrostowy mimo przekroczenia naszej obecnej ceny docelowej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki 4Q2010 na niedużym plusie operacyjnym

Prezes Biedrzycki poinformował, że czwarty kwartał Sygnity zakończyło z zyskiem operacyjnym, przy czym jest szansa, że kwartał zakończył się również wzrostem przychodów. Jednocześnie Prezes zaznaczył, że ubiegłoroczny czwarty kwartał został zrewidowany raportem rocznym przez audytora i w konsekwencji porównywalne wyniki to 154,8 mln PLN przychodów, 2,5 mln PLN zysku operacyjnego oraz 8,2 mln PLN straty netto. Zdaniem Prezesa Biedrzyckiego nie jest pewne czy w skali drugiego półrocza spółce uda się wypracować zysk operacyjny. Zakładamy, że czwarty kwartał nie pokazał jeszcze oszczędności wykonanych przez zarząd, a jednocześnie został on częściowo obciążony kosztami restrukturyzacji. W konsekwencji wynik operacyjny ukształtuje się naszym zdaniem na poziomie porównywalnym ze skorygowanymi danymi 4Q2009.

Perspektywy 2011 roku

Prezes Biedrzycki wypowiedział się również na temat perspektyw 2011 roku. Jego zdaniem już pierwszy kwartał powinien przynieść znaczącą poprawę osiąganych wyników. Stać za tym będą poczynione oszczędności, które spółka szacuje na dużo powyżej 30 mln PLN oraz poprawa backlogu spółki. Na koniec stycznia spółka zmniejszyła zatrudnienie o 600 etatów (obecne zatrudnienie to 1828 osób, w tym 178 tzw. stałych współpracowników). Jednocześnie portfel kontraktów spółki jest o 30% wyższy w ujęciu r/r i wynosi 287 mln PLN wobec 215 mln PLN rok wcześniej. Prezes podtrzymał jednocześnie plan na 2012 rok przewidujący 5-7% rentowności przy 650-700 mln PLN. Oczekujemy, że w 1Q2011 spółka wygeneruje stratę operacyjną jednak będzie ona mniejsza niż 7,5 mln PLN (w 1Q2010 strata operacyjna wyniosła -17,5 mln PLN). W swoich szacunkach oszczędności spółka na obecną chwilę nie włącza 200 etatów ściętych na początku roku. Szacujemy, że po uwzględnieniu tych redukcji wygenerowane oszczędności przekroczą 42 mln PLN. Jednocześnie portfel kontraktów pozwoli naszym zdaniem na kilkuprocentowy wzrost przychodów co będzie przekładać się na poprawę wyników przekraczającą kwotę poczynionych oszczędności.

Plan połączenia z Sygnity Technology i Polsoftem

Sygnity poinformowało o planie połączenia z dwiema spółkami zależnymi: Projekty Bankowe Polsoft i Sygnity Technology. Zarząd już wcześniej sygnalizował zamiar wchłonięcia tych dwóch spółek zależnych. Z uwagi na 100% udział w kapitale zakładowym obu spółek przejęcie odbędzie się przez przeniesienie aktywów. Główną przesłanką fuzji jest wygenerowanie oszczędności administracyjnych.

Gildia z powrotem w przetargu na nowe dowody osobiste

Krajowa Izba Odwoławcza uwzględniła odwołanie Gildii od decyzji CPI MSWiA o wykluczeniu

jej z postępowania przetargowego na dostawę niespersonalizowanych blankietów dowodów osobistych wyposażonych w mikroprocesor wraz z oprogramowaniem. KIO stwierdziła, że wykluczenie Gildii nie było zasadne i nakazała przywrócenie jej do postępowania. KIO oddaliła natomiast odwołanie złożone przez Polską Wytwórnę Papierów Wartościowych. PWPW pozostaje według nas głównym faworytem do zwycięstwa w powyższym postępowaniu przetargowym. Potencjalna wartość 10-letniej umowy może sięgnąć 400 mln PLN.

Zmiana regulaminu opcji menedżerskich

Sygnity wprowadziło zmianę w regulaminie opcji menedżerskich umożliwiającą sprzedaż niewykupionych zarezerwowanych akcji w ramach programu motywacyjnego, podczas gdy pierwotna wersja regulaminu przewidywała jedynie umorzenie niewykupionych akcji. Niewykupionych zostało 12.758 akcji. Wobec zmian w regulaminie można przypuszczać, że zarząd skłania się bardziej ku sprzedaniu niewykorzystanych akcji w ramach programu. Ewentualna podaż jest jednak na tyle mała (12 tys. akcji), że nie powinna naszym zdaniem martwić inwestorów.

Górnictwo, metale



KGHM (Sprzedaj)

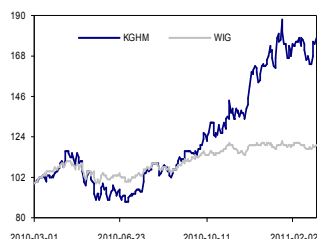
Cena bieżąca: 177,8 PLN Cena docelowa: 145 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

Podstawowe dane (mIn PLN)

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana		
Przychody	11 060,5	15 701,8	42,0%	17 854,5	13,7%	13 065,9	-26,8%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	3 645,7	6 263,8	71,8%	7 363,7	17,6%	3 717,0	-49,5%	MC (cena bieżąca)	35 560,0
marża EBITDA	33,0%	39,9%		41,2%		28,4%		EV (cena bieżąca)	32 169,1
EBIT	3 098,1	5 649,5	82,4%	6 693,2	18,5%	2 995,5	-55,2%	Free float	68,0%
Zysk netto	2 540,2	4 566,7	79,8%	5 421,5	18,7%	2 426,4	-55,2%		
P/E	14,0	7,8		6,6		14,7		Zmiana ceny: 1m	1,7%
P/CE	11,5	6,9		5,8		11,3		Zmiana ceny: 6m	57,5%
P/BV	3,4	2,5		2,0		2,0		Zmiana ceny: 12m	77,6%
EV/EBITDA	9,5	5,4		4,4		8,6		Max (52 tyg.)	187,5
Dyid (%)	6,6	1,7		5,6		5,6		Min (52 tyg.)	88,5



W lutym zapasy miedzi na LME, SHP i Comex zwiększyły się o 58 tys. ton a od początku roku o 85 tys. ton. Z jednej strony to efekt sezonowości z drugiej może zastanawiać tak słaby bilans metalu pomimo silnego ożywienia w przemyśle największych gospodarek. Począwszy od początku marca zapasy powinny zacząć już się obniżać, każdy inny scenariusz będzie świadczył o tym, że przy obecnych cenach popyt na miedź zastępuje substytucja innych materiałów: aluminium w energetyce i plastik w budownictwie. Pozostajemy sceptyczni co do możliwości utrzymania się obecnych cen metali i zalecamy sprzedaż akcji KGHM.

Plany na 2011

W 2011 roku zarząd planuje przeznaczyć 10,9 mld PLN na inwestycje z czego 9 mld PLN na inwestycje kapitałowe. W kwocie tej zawarto wydatki (7,5 mld PLN) związane z zakupem złóż miedzi i prawa do ich eksploatacji (trzy projekty zlokalizowane w Kanadzie i USA) oraz 1,5 mld PLN z przeznaczeniem na inne cele, przede wszystkim zakup dalszych udziałów w Taruronie. W przeciwieństwie do projektu Afton-Ajax zarząd chce zainwestować w projekty górnicze na dalszym etapie zaawansowania, tj. faza tuż przed budową kopalni. Wiąże się to z mniejszym ryzykiem operacyjnym, ale również zdecydowanie wyższą ceną za złoża. Wydatki na złoża to część niezbędnego CAPEX-u. Zarząd szacuje, że jeżeli dojdzie do zakupu złóż, to w kolejnych latach potrzeba będzie kolejnych ok. 8 mld PLN na budowę kopalni (wydatki finansowanie z długu). 1,9 mld PLN założonych w 2011 na wydatki rzeczowe to m.in. dokończenie rozpoczętych już projektów inwestycyjnych takich jak Głogów Głęboki i piec zawieszony w Hucie Głogów. Zarząd zamierza sfinansować wydatki inwestycyjne ze środków własnych, ewentualnie wspomagając się długiem. Środki własne będą pochodziły z zysku wypracowanego w br., który zarząd szacuje na 8,345 mld PLN. Kwota ta uwzględnia wynik na działalności operacyjnej oraz zysk na sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych, który szacujemy na 3 mld PLN. Transakcja wyjścia z Dialogu i Polkomtela ma zostać sfinalizowana pod koniec IH2011.

Wyniki za 4Q2010 zgodne z oczekiwaniami

Wyniki jednostkowe KGHM za 4Q2010 są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Przy przychodach na poziomie 4,75 mld PLN (prognoza 4,5 mld PLN) spółka wypracowała EBIT na poziomie 1,626 mld PLN (prognoza 1,64 mld PLN) i zysk netto równy 1,32 mld PLN (prognoza: 1,32 mld PLN). W 4Q spółka sprzedała 143 tys. ton miedzi (zakładaliśmy 140 tys. ton) i 340 ton srebra. Całkowity jednostkowy koszt produkcji miedzi wyniósł 13 157 PLN za tonę w stosunku do naszych oczekiwań na poziomie 11 950 PLN/t. Wyższy koszt jednostkowy to efekt większej produkcji ze wsadów obcych (27 tys. ton vs. 22 tys. ton w prognozie) oraz wyższe niż zakładaliśmy koszty usług obcych. 36% miedzi, 18% przychodów ze sprzedaży srebra i 17% waluty objęta była transakcjami zabezpieczającymi. W wyniku realizacji i aktualizacji pozycji na transakcjach zabezpieczających wynik brutto 4Q2010 został obciążony kwotą 672,9 mln PLN (przede wszystkim pozostałe koszty operacyjne). Spółka wykazała również dodatkowe pozostałe przychody z tytułu dochodów z dywidend oraz rozwiązania rezerw. Na koniec 2010 roku spółka dysponowała gotówką netto na poziomie 2,6 mld PLN. Zarząd zapowiedział, że w br. planuje zakup 3 złóż miedzi (Kanada i Ameryka Pn) za łączną kwotę 7,5 mld PLN, co zasadniczo ogranicza zdolność spółki do wypłaty „mega dywidendy”. Nadal podtrzymujemy, że będzie to połowa zysku netto, tj. 2,35 mld PLN (11,75 PLN na akcje, DY 6,9%). W 4Q2010 spółka wdrożyła strategię zabezpieczającą na miedzi o łącznym wolumenie 58,5 tys. ton (horyzont czasowy 2011 i IH2012) i srebra dla 3,6 mln ton (111 ton, na 2011). W efekcie dokonanych transakcji spółka pozostaje zabezpieczona na miedzi na łączny wolumen 312 tys. ton z czego 156 tys. ton w 2011 (36% sprzedaży z produkcji ze wsadów własnych), 136,5 tys. ton w 2012 (32% sprzedaży z produkcji ze wsadów własnych) i 19,5 tys. ton w IH2013.



LW Bogdanka (Akumuluj)

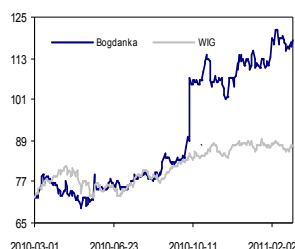
Cena bieżąca: 118 PLN

Cena docelowa: 125,9 PLN

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 118,4	1 243,0	11,1%	1 521,1	22,4%	1 911,5	25,7%	Liczba akcji (mIn)	34,0
EBITDA	368,0	411,7	11,9%	567,6	37,9%	739,9	30,4%	MC (cena bieżąca)	4 013,5
marża EBITDA	32,9%	33,1%		37,3%		38,7%		EV (cena bieżąca)	4 157,7
EBIT	226,7	270,2	19,2%	342,6	26,8%	478,9	39,8%	Free float	33,0%
Zysk netto	191,5	224,6	17,3%	257,5	14,6%	366,0	42,1%		
P/E	21,0	17,9		15,6		11,0		Zmiana ceny: 1m	-0,8%
P/CE	12,1	11,0		8,3		6,4		Zmiana ceny: 6m	40,4%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,7		Zmiana ceny: 12m	62,8%
EV/EBITDA	9,8	9,8		7,3		5,5		Max (52 tyg.)	121,5
Dyid (%)	0,2	2,2		0,5		0,5		Min (52 tyg.)	69,5



Podtrzymujemy naszą pozytywną rekomendację dla akcji spółki. Otoczenie nadal sprzyja polskiemu górnictwu dając szanse na szybsze podwyżki cen węgla niż dziś oczekuje rynek. Cena węgla importowanego w dalszym ciągu jest o 40% wyższa niż węgla krajowego, co powinno systematycznie obniżać poziom zapasów w krajowych kopalniach. W związku z niskimi temperaturami lutego wysoki popyt ze strony energetyki powinien utrzymywać się również na początku 2011.

Związkowcy i zarząd podpisali porozumienie

Obie strony nie ujawniły szczegółów porozumienia. Średnie zarobki w Bogdance wyniosły w ub. roku ponad 6 tys. PLN brutto miesięcznie. W naszych prognozach zakładamy, że średnie wynagrodzenie miesięczne wzrośnie w br. o 4,5% - to poziom oczekiwany przez związkowców. Zarząd zgadzał się na 3,5%.

Ceny węgla energetycznego w Europie

W lutym ceny węgla na rynku europejskim utrzymywały nie na niezmiennych poziomach. Węgiel energetyczny w portach ARA kosztował na koniec miesiąca 120 USD/t, tj. o 0,8% więcej niż na koniec stycznia. Węgiel rosyjski w portach bałtyckich kosztował 117 USD/t, tj. 2,5% mniej niż na początku miesiąca. W przeliczeniu na GJ i uwzględnieniu kursów walutowych oraz kosztów transportu, importowany węgiel kosztuje 15,6-15,8 PLN/GJ w porównaniu z 11 PLN węgla z kopalń śląskich.

Przemysł

Boryszew

Wyniki 4Q10 zgodne z całoroczną prognozą Zarządu

W 4Q10 przychody Grupy Boryszew wyniosły 912,3 mln PLN (+51,7% r/r), zysk operacyjny 50,9 mln PLN (+3,0% r/r) i zysk netto 29,4 mln PLN (+269,6% r/r). Wolumen sprzedaży w ramach Grupy był o 6% r/r wyższy, głównie za sprawą wysokiej dynamiki wolumenu w HAK (+26,3% r/r), Baterpol (+14,3% r/r), NPA Skawina (+18,8% r/r), ZM Silesia (15,3% r/r) i WM Dziedzice (+14,3% r/r). Na poziomie operacyjnym warto wspomnieć o zdarzeniach jednorazowych związanych z uwzględnieniem nadwyżki wartości godziwej przejętych aktywów (przejmowane aktywa zakładów Grupy Maflow) nad wartością nabycia w wysokości 19,2 mln PLN oraz przychodów ze sprzedaży praw do emisji CO2 przez Elanę Energetyka w wysokości 3,0 mln PLN. Po czterech kwartałach 2010 roku prognoza Zarządu na 2010 została wykonana w 102% na poziomie działalności operacyjnej, 101% na poziomie EBITDA i 103% na poziomie netto. Wyniki Grupy Boryszew należałoby uznać za zgodne wcześniejszymi zapowiedziami Zarządu. Warto zwrócić uwagę na zwiększenie zapotrzebowania na walcówkę aluminiową (druły) produkowaną przez NPA Skawinę, co według nas wynika po części z substytucji z drogiej miedzi na aluminium. Spółka prognozę Zarządu na 2011 rok poda w marcu.

Drop

Wyniki lepsze niż zakładaliśmy w prognozie Zarządu

W 4Q10 Spółka osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 153,8 mln PLN (+11,3% r/r), wynik operacyjny 2,9 mln PLN (+4,1% r/r) oraz zysk netto 3,2 mln PLN (+43,1% r/r). W sumie w całym roku Spółka wypracowała 21,1 mln PLN (+2,9% vs. oficjalna prognoza Zarządu) oraz zysk netto na poziomie 16,9 mln PLN (+9,3% vs. oficjalna prognoza Zarządu). Spółka na rezultatach z 2010 roku jest obecnie notowana na poziomie 11,8 P/E. Więcej na temat perspektyw wzrostu wyników Spółki w 2011 roku pisaliśmy przy okazji strategii na 2011 rok.

ES-System

Wywiad z Prezesem

Prezes - Bogusław Piłszczek - pozytywnie spostrzega perspektywy sprzedaży w 2011 roku. W styczniu portfel zamówień na terenie kraju nie uwzględniając umów o długim terminie realizacji jest o około 20% r/r wyższy, a przychody ze sprzedaży w styczniu były najwyższe od trzech lat (również efekt łagodnej zimy). Pewne zagrożenie niesie zmiana rozporządzenia Ministerstwa Finansów zmieniająca traktowanie w budżetach samorządów długoterminowych zobowiązań jako dług, co ograniczyć może ilość realizowanych prac związanych z wymianą oświetlenia ulicznego. Przychody z tego typu działalności odpowiadają za około 80% przychodów segmentu oświetlenia zewnętrznego, który stanowi około 17% sprzedaży ogółem. Zdaniem Zarządu również marża operacyjna w bieżącym roku ma szansę na utrzymanie na podobnym lub wyższym do ubiegłorocznego poziomie. Spółka poinformowała dodatkowo, że w nowym zakładzie w Dobczycach produkcja zostanie ograniczona wyłącznie do rozwiązań z zakresu oświetlenia SSL (technologia Led), co oznacza że jak na razie nie będą prowadzone przygotowania do otwarcia produkcji paneli fotowoltaicznych. Według najnowszych szacunków popyt na te ostatnie w Europie w bieżącym roku będzie o 20% niższy niż wielkość dostępnych mocy produkcyjnych. Nowy zakład według założeń budżetowych w bieżącym roku sprzeda produkty za około 24 mln PLN, wobec 36 mln PLN założonych w strategii na lata 2010 - 2015 (przyczyną jest opóźnienie w oddaniu do użytku nowego obiektu). Próg rentowności fabryki w Dobczycach szacowany jest na 18 mln PLN, a zwiększenie amortyzacji będzie miało miejsce w 2Q11. Łączne wydatki na inwestycje w 2011 roku nie powinny przekroczyć 10 mln PLN. Zarząd rekomendował będzie wypłatę dywidendy z zysku za 2010 rok. Według naszych wstępnych szacunków Spółka notowana jest na 2010 rok ze wskaźnikiem P/E na poziomie 19,6 i 15,3 na 2011 rok.

Hutmen

Duża strata Grupy Hutmen w 4Q10

W 4Q10 przychody Grupy Hutmen wyniosły 193,7 mln PLN, co pozwoliło na wypracowanie -4,6 mln PLN zysku operacyjnego oraz -6,5 mln PLN zysku netto. Sam Hutmen w 4Q10 wypracował -1,7 mln PLN zysku operacyjnego oraz -0,2 mln PLN zysku netto przy obrocie sięgającym 103,7 mln PLN. Wysoka strata na poziomie netto miała miejsce w spółkach zależnych (WM Dziedzice oraz Temer), co w pierwszym przypadku wynikało ze wzrostu kosztów pozyskania surowców złomowych (będącego konsekwencją naliczania przez dostawców marż za wydłużające się terminy płatności), a w drugim z utworzenia rezerwy na planowaną w bieżącym roku restrukturyzację spółki zależnej.



Zetkama

Aktualizacja prognozy na 2010 rok

Spółka przedstawiła weryfikację prognozy Grupy na 2010 rok, która przewiduje wzrost przychodów ze sprzedaży z wcześniej założonych 180,8 mln PLN do 196,7 mln PLN, wzrost EBITDA z 17,17 mln PLN do 17,2 mln PLN i spadek wyniku netto z 6,6 mln PLN do 5,4 mln PLN. Wzrost sprzedaży jest efektem większego niż założono popytu na armaturę przemysłową i odlewy oferowane przez Spółkę. Spadek prognozowanego wyniku finansowego jest rezultatem niższego wyniku netto spółki zależnej MCS (większa amortyzacja skutkiem wyższej wartości aktywów trwałych skutkiem ostatecznego rozliczenia nabycia zorganizowanej części przedsiębiorstwa oraz niższej od zakładanej dynamiki sprzedaży), wyższego od spodziewanych kosztów odsetek od kredytów i różnic kursowych oraz wyższego podatku dochodowego wynikającego z rozwiązania aktywa na podatek odroczony w Zetkama S.A. i Śrubena Unia S.A. Spółka na nowej prognozie Zarządu na 2010 rok jest notowana obecnie ze wskaźnikiem 12,1 P/E. Zdaniem Prezesa (wywiad w Pulsie Biznesu) początek bieżącego roku jest bardzo dobry i prognoza na 2011 rok będzie zakładać spore wzrosty.



Astarta (Sprzedaj)

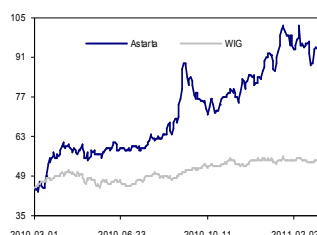
Cena bieżąca: 93,8 PLN

Cena docelowa: 63,6 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn UAH)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 354,8	2 086,1	54,0%	2 164,4	3,8%	2 253,2	4,1%	Liczba akcji (mIn)	25,0
EBITDA	550,5	1 220,9	121,8%	944,8	-22,6%	688,0	-27,2%	MC (cena bieżąca)	2 345,0
marża EBITDA	40,6%	58,5%		43,7%		30,5%		EV (cena bieżąca)	2 488,3
EBIT	457,5	1 046,3	128,7%	757,8	-27,6%	504,0	-33,5%	Free float	25,9%
Zysk netto	323,4	963,5	197,9%	675,6	-29,9%	353,9	-47,6%		
P/E	20,1	6,7		9,6		18,4		Zmiana ceny: 1m	-0,1%
P/CE	15,6	5,7		7,5		12,1		Zmiana ceny: 6m	23,2%
P/BV	4,9	3,0		2,3		2,2		Zmiana ceny: 12m	115,5%
EV/EBITDA	13,6	6,2		7,3		10,0		Max (52 tyg.)	102,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,6		Min (52 tyg.)	43,5



Wstępne wyniki za 2010 rok, jakie Spółka podała w komunikacie w lutym bieżącego roku wskazują, że w 4Q10 przychody ze sprzedaży wyniosły 787,8 mln UAH (+9,4% vs. prognoza DI BRE), zysk brutto ze sprzedaży wyniósł 143,9 mln UAH (-52,1% vs. prognoza DI BRE), EBITDA -16,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 244,9 mln UAH) i zysk operacyjny -65,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 199,3 mln UAH). Prawdopodobnie jest to efektem jednego z trzech czynników - sprzedaży zboża w 4Q10 po cenach niższych niż zaksięgowano w 3Q10 podczas zbiorów (przez co w 4Q10 przy realnej sprzedaży Spółka musiała zaksięgować stratę względem wcześniej zaksięgowanego zysku), spadającej rentowności w segmencie produkcji cukru, skutkiem wzrostu cen buraków nie będących przedmiotem własnej produkcji (te Spółka przerabia jako pierwsze, a w okresie I-X 2010 ceny buraka na Ukrainie wzrosły o 40,8% r/r), lub wyższego niż wynikało to z naszych szacunków efektu na rewaluacji wartości aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą (skutkiem spadających cen mleka w 4Q10). 27 kwietnia Spółka opublikuje pełen raport finansowy za 2010 rok, do tej pory jednak rynek będzie wyłącznie spekulował, co w rzeczywistości mogło mieć miejsce w wynikach za 4Q10. To z pewnością nie będzie pomagało kształtowaniu się kursu na giełdzie. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaj.

Wykup ziemi możliwy już w przyszłym roku

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet Prezes Astarty – Wiktor Iwanczyk przyznał, że w pierwszym roku po uwolnieniu handlu ziemi na Ukrainie Astarta mogłaby wykupić nawet 30% arealów, jakie dzierżawi (według Prezesa prawa umożliwiające handel gruntami wejdzie na początek 2012 roku lub w 2013 roku). Iwanczyk spodziewa się, że cena 1 hektara wyniesie przeciętnie 1 tys. Euro, co oznaczałoby, że za około 30% arealów Spółka musiałaby zapłacić ponad 70 mln EUR (około 760 mln UAH). Firma planuje kupować ziemię za pieniądze pozyskane z kredytów bankowych (według Prezesa biorąc pod uwagę, że obecne zadłużenie netto jest niższe niż wartość EBITDA, to wartość kredytów można by zwiększyć o 150%). Wcześniej według wywiadu ukraińskiego klubu agrobiznesu duzi przedsiębiorcy rolni na Ukrainie zapowiadali, że ziemia uprawna odkupywana będzie po cenach w granicach 220-440 EUR za hektar.

Kwoty na eksport zbóż ważne do końca czerwca

Przedstawiciele Ministerstwa Rolnictwa poinformowali, że kwoty na eksport zbóż z Ukrainy zostaną utrzymane do końca sezonu (do końca 2Q11). Informacja negatywna dla producentów zbóż, gdyż nie mogą oni w pełni skorzystać z wysokich cen zbóż na rynkach światowych.

Zima groźna tylko uprawom rzepaku

Centrum hydrometeorologiczne na Ukrainie poinformowało, że jak dotychczas uprawy ozime na terenie Ukrainy są w dobrej i satysfakcjonującej kondycji. Zdaniem instytutu ostatnio obserwowane ochłodzenie nie ma negatywnego efektu na uprawy ozime. Wyjątek stanowi uprawa rzepaku ozimego, którego straty w wyniku mrozów mogą sięgnąć do 10-15%. Informacja pozytywna dla producentów i eksporterów zbóż. Z drugiej strony perspektywa zwiększenia zbiorów w regionie morza czarnego w bieżącym roku, wobec strat w wyniku suszy, jakie miały miejsce w roku ubiegłym, może mieć negatywny wpływ na kształtowanie się cen zbóż na zagranicznych rynkach.

Wstępne wyniki za 2010 rok

W publikowanych przez Spółkę wstępnych wynikach za 2010 rok przychody ze sprzedaży wyniosły 2154 mln UAH (+3,3% vs. prognoza DI BRE), zysk brutto ze sprzedaży 810 mln UAH (-16,2% vs. prognoza DI BRE), EBITDA 960 mln UAH (-21,4% vs. prognoza DI BRE) i EBIT 782 mln UAH (-25,3% vs. prognoza DI BRE). Konfrontując podane przez Zarząd wyniki z



rezultatami za pierwsze trzy kwartały 2010 przychody ze sprzedaży w 4Q10 wyniosły 787,8 mln UAH (+9,4% vs. prognoza DI BRE), zysk brutto ze sprzedaży 143,9 mln UAH (-52,1% vs. prognoza DI BRE), EBITDA -16,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 244,9 mln UAH) i zysk operacyjny -65,6 mln UAH (vs. prognoza DI BRE 199,3 mln UAH). Według przedstawionych przez Spółkę danych w 4Q10 Astarta sprzedała 60,1 tys. ton cukru wobec naszej prognozy na poziomie 70 tys. ton. Niższe od oczekiwanych prognozy Zarządu wyników 4Q10, to rezultat przede wszystkim niższego o 52,1% zysku brutto ze sprzedaży (-156 mln UAH vs. prognoza DI BRE). Może być to efektem albo sprzedaży zboża w 4Q10 po cenach niższych niż zaksięgowano w 3Q10 podczas zbiorów, przez co w 4Q10 przy realnej sprzedaży Spółka musiała zaksięgować stratę względem wcześniej zaksięgowanego zysku, albo spadającej rentowności w segmencie produkcji cukru, skutkiem wzrostu cen buraków nie będących przedmiotem własnej produkcji (w okresie I-X 2010 ceny buraka na Ukrainie wzrosły o 40,8% r/r). Prawdopodobnie również w 4Q10 miał miejsce wyższy niż wynikało to z naszych szacunków efekt na rewaluacji wartości aktywów biologicznych związanych z produkcją zwierzęcą. Spadające w 4Q10 ceny mleka o około 20% powodują ujemne przeszacowanie wartości żywego inwentarza (o średnio ponad 33 mln UAH na każde 10% spadku ceny mleka).



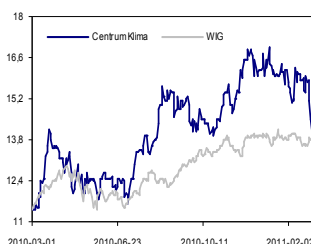
Centrum Klima (Kupuj)

Cena bieżąca: 13,91 PLN Cena docelowa: 16,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	71,7	85,9	19,8%	111,0	29,2%	118,3	6,5%	Liczba akcji (mIn)	8,5
EBITDA	9,7	11,0	13,8%	15,9	44,3%	17,7	11,7%	MC (cena bieżąca)	118,5
marża EBITDA	13,5%	12,8%		14,3%		15,0%		EV (cena bieżąca)	113,2
EBIT	8,0	8,8	9,4%	12,8	45,3%	14,1	10,8%	Free float	39,0%
Zysk netto	6,7	7,5	11,2%	10,1	35,9%	11,4	12,4%		
P/E	17,7	15,9		11,7		10,4		Zmiana ceny: 1m	-11,1%
P/CE	14,2	12,2		8,9		7,9		Zmiana ceny: 6m	-6,2%
P/BV	1,8	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	19,9%
EV/EBITDA	11,9	11,1		7,1		6,1		Max (52 tyg.)	17,0
Dyid (%)	1,4	3,2		2,7		3,4		Min (52 tyg.)	11,5



W końcu lutego po ogłoszeniu przez Spółkę korekty do raportu za 3Q10 i obniżeniu prognozy za 2010 rok kurs Spółki spadł około 15%. Skorygowana prognoza Zarządu na 2010 rok zakłada podwyższenie przychodów ze sprzedaży z 78,2 mln PLN do 84,5 mln PLN (prognoza DI BRE 85,9 mln PLN), spadek EBITDA z 12,5 mln PLN na 10,3 mln PLN (prognoza DI BRE 10,4 mln PLN), zysku brutto z 10,7 mln PLN do 8,4 mln PLN (prognoza DI BRE 9,1 mln PLN) i zysku netto z 8,6 mln PLN do 6,6 mln PLN (prognoza DI BRE 7,5 mln PLN). Gdyby nie zmiana kwalifikacji naliczonych kar wykonawcy zakładu w Wieruchowie w 3Q10 (0,7 mln PLN), które zostały uwzględnione w sumie bilansowej zamiast w rachunku zysków i strat, to wynik brutto i netto pokrywałby w granicach 5% z naszymi prognozami. Wyższe ceny metali w 4Q10 spowodowały obniżenie marży na produkcji, a Spółce zajmuje około 2-3 miesiące na pełne przerzucenie drożących surowców na klienta ostatecznego. To sprawia, że w 1Q11 rentowność powinna się poprawiać. Prezes w udzielonym wywiadzie Gazecie *Puls Biznesu* poinformował, że styczeń był dla Centrum Klima udany. Przychody w tym miesiącu wzrosły o 25% r/r, na co również złożyły się sprzyjające warunki pogodowe panujące w styczniu. Baza 1Q09 jest stosunkowo niska, za sprawą srogiej zimy, jaka miała miejsce w tym okresie (przychody 17,0 mln PLN, wynik operacyjny 1,5 mln PLN i zysk netto 1,3 mln PLN). Uważamy, że reakcja na informacje opublikowane przez Spółkę była przesadzona i generuje okazję do kupna papierów Centrum Klima, tym bardziej, że obniżenie prognoz w dużej mierze znajduje się już w prognozach. Publikacja wyników za 4Q10 nastąpi wraz z raportem rocznym 15 marca. Podwyższamy naszą rekomendację z trzymaj do kupuj.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Gazecie *Puls Biznesu* Prezes Perendyk powiedział, że po słabszej końcówce roku spowodowanej opóźnieniem w dostawie nowych maszyn, problemami w zatrudnianiu nowych pracowników i przerwami w dostawach w wyniku śnieżnego grudnia styczeń okazał się znacznie bardziej udany (25-procentowy wzrost sprzedaży r/r). Cały 2010 rok udało się zdaniem Prezesa zamknąć sprzedażą o 10% większą niż wynikało z prognozy przy wyniku netto zbliżonym do oczekiwań (7,5 mln PLN). W 4Q10 Spółka musiała się zmierzyć z wzrastającymi cenami surowców (miedzi, stali i freonów), co niekorzystnie wpłynęło na osiąganą marżę. Oprócz dotychczasowych zapowiedzi dotyczących możliwości zainwestowania w nowy innowacyjny produkt (wydatek około 50 mln PLN) Prezes nie wyklucza dokupienia drugiej linii do zgrzewania kolan (pierwsza kosztowała 2,34 mln PLN) Spółka nie planuje publikacji prognoz na 2011 rok, ale Prezes oczekuje zwiększenia zarówno przychodów jak i zysków.

Korekta do raportu 3Q10 i obniżenie prognozy Zarządu na 2010 rok

Spółka podała w komunikacie bieżącym, iż w wyniku prac związanych z badaniem sprawozdania finansowego za 2010 rok dokonano korekty w zakresie danych opublikowanych w raporcie kwartalnym 3Q10. Korekty wynikają ze sposobu kwalifikowania kar umownych należnych Spółce w wyniku opóźnień i usterek, jakie zaistniały w procesie budowy nowego zakładu w Wieruchowie (0,7 mln PLN). Kary te zamiast zostać zakwalifikowane jako przychód, jak miało to miejsce w pierwotnej wersji raportu za 3Q10, zostały uiszczane jako pomniejszenie zobowiązań i wartości środka trwałego w sumie bilansowej. W wyniku zmian przychody ze sprzedaży za 3Q10 pozostały bez zmian na poziomie 24,2 mln PLN, EBIT spadł z 2,7 mln PLN do 2,0 (-0,7 mln PLN), zysk brutto spadł z 2,9 mln PLN do 2,2 mln PLN (-0,7 mln PLN), zysk netto spadł z 2,3 mln PLN do 1,7 mln PLN (-0,6 mln PLN). W wyniku przeprowadzonych zmian i innych czynników Zarząd zdecydował się na obniżenie swojej prognozy na 2010 rok dla przychodów ze sprzedaży z 78,2 mln PLN do 84,5 mln PLN (prognoza DI BRE 85,9 mln PLN), EBITDA z 12,5 mln PLN na 10,3 mln PLN (prognoza DI BRE 10,4 mln PLN), zysku brutto z 10,7 mln PLN do 8,4 mln PLN (prognoza DI BRE 9,1 mln PLN) i zysku netto z 8,6 mln PLN do 6,6 mln PLN (prognoza DI BRE 7,5 mln PLN). Gdyby nie zmiana kwalifikacji naliczonych kar w



3Q10, to wynik brutto i netto pokrywałby w granicach 5% z naszymi prognozami. Wynik mino zmiany wyżej wymienionej kwalifikacji kar jest zgodny z naszymi oczekiwaniami na poziomie EBITDA. Zarząd zaznacza, że zmiana prognozy jest spowodowana wyższymi niż przewidywano kosztami surowców (te były wyższe o 15-40% podczas gdy spodziewano się wzrostu na poziomie inflacji), które Spółka z opóźnieniem przekłada na finalnych odbiorców. Nie bez znaczenia było również szybsze od przewidywanego uruchomienie zakładu, co wpłynęło na wzrost kosztów osobowych oraz koszty związane z przyśpieszeniem realizacji inwestycji w Wieruchowie (około 2 mln PLN).



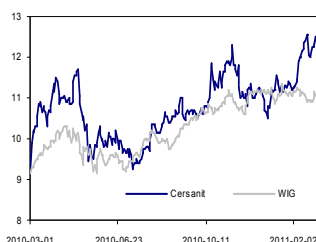
Cersanit (Redukuj)

Cena bieżąca: 12,21 PLN Cena docelowa: 10,4 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 415,2	1 538,9	8,7%	1 675,8	8,9%	1 806,1	7,8%	Liczba akcji (mln)	216,4
EBITDA	284,7	273,5	-3,9%	331,8	21,3%	374,3	12,8%	MC (cena bieżąca)	2 642,0
marża EBITDA	20,1%	17,8%		19,8%		20,7%		EV (cena bieżąca)	3 431,9
EBIT	168,1	165,1	-1,8%	208,6	26,3%	244,3	17,1%	Free float	27,5%
Zysk netto	-8,1	134,5		132,2	-1,7%	163,9	24,0%		
P/E		19,6		20,0		16,1		Zmiana ceny: 1m	8,3%
P/CE	16,2	10,9		10,3		9,0		Zmiana ceny: 6m	14,9%
P/BV	1,7	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	20,1%
EV/EBITDA	10,1	12,7		10,3		8,9		Max (52 tyg.)	12,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		2,0		Min (52 tyg.)	9,3



W pierwszej połowie roku spółki branży płytek ceramicznych prawdopodobnie zmagać się będą z przenoszeniem wzrastających kosztów produkcji na ceny płytek. Szansą na wzrost obrotu w drugiej połowie roku jest spodziewane odbicie na rynku deweloperskim, w tym trwałe odbicie w roku 2012. Branża płytek ceramicznych jest późno cykliczna, a oczekiwania stawiane przed Spółką wydają się wysokie (wskaźniki na 2011 rok P/E 20,0 i EV/EBITDA 10,3). Powstaje dlatego pytanie, ile ze wzrostu przyszłych wyników uwzględnione jest już w cenach. Ostatnie wzrosty w reakcji na ogłoszoną w lutym umowę dystrybucyjną między spółką pośrednio zależną od głównego akcjonariusza (Michała Sołowowa), a Cersanitem należałoby wykorzystać do zredukowania pozycji na akcjach Spółki. Wyniki za 4Q10 zostaną opublikowane wraz z raportem rocznym 21 marca. Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Umowa o znaczącej wartości

Spółka poinformowała o podpisaniu umowy dystrybucyjnej z ZAO Syzranskaya Keramika, podmiotem pośrednio zależnym od Michała Sołowowa dotyczącej kupna ceramiki sanitarnej, którą dystrybuować będzie na terenie Wspólnoty Niepodległych Państw. Wartość umowy w okresie pięciu lat wynosi 5 750 mln RUB, czyli około 565 mln PLN. Umowa została zawiązana na okres 5 lat. Trudno określić rentowność, na jakiej zawarta została umowa dystrybucyjna. W przypadku Centrum Klimy, która dystrybuje towar zakupiony u producentów chińskich na terenie Polski rentowność na poziomie netto oscyluje wokół 10%. Zakładając taką samą marżę dla powyższej umowy, to jej wpływ należałoby szacować na poziomie 11,3 mln PLN rocznie (czyli około 8,8% prognozowanego przez nas zysku netto na 2011 rok).

Wzrost cen płytek w PSB

W styczniu 2011 roku Polskie Składy Budowlane odnotowały wzrost średniej ceny w kategorii płytek ceramicznych oraz wyposażenia łazienek i kuchni o 2,9% m/m. Z jednej strony jest to efektem podwyżki podatku VAT w bieżącym roku, co wpłynęło na wzrost średnich cen materiałów budowlanych o 0,83%, z drugiej natomiast podwyżek cen w związku z rozpoczęciem nowego roku. W sumie realny wzrost średnich cen kategorii wyniósł 2,07% m/m.

Zmiany cen PSB m/m (%)

Zmian cen w kategorii płytki ceramiczne, wyposażenie łazienek i kuchni (m/m)

I 10	II 10	III 10	IV 10	V 10	VI 10	VII 10	VIII 10	IX 10	X 10	XI 10	XII 10	I 11
0,0%	0,1%	0,0%	0,6%	0,0%	0,2%	1,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%

Źródło: DI BRE Banku



Famur (Sprzedaj)

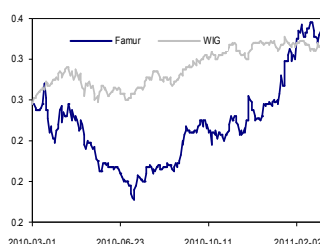
Cena bieżąca: 3,39 PLN

Cena docelowa: 2,3 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	695,1	885,4	27,4%	752,2	-15,0%	791,4	5,2%	Liczba akcji (mln)	481,5
EBITDA	133,6	140,5	5,2%	153,3	9,1%	174,9	14,0%	MC (cena bieżąca)	1 632,3
marża EBITDA	19,2%	15,9%		20,4%		22,1%		EV (cena bieżąca)	1 601,9
EBIT	100,8	94,1	-6,6%	97,2	3,3%	118,6	22,1%	Free float	11,8%
Zysk netto	58,0	79,8	37,5%	75,1	-5,9%	93,4	24,3%		
P/E	28,1	20,5		21,7		17,5		Zmiana ceny: 1m	2,4%
P/CE	18,0	12,9		12,4		10,9		Zmiana ceny: 6m	56,2%
P/BV	2,3	2,0		1,8		1,7		Zmiana ceny: 12m	30,4%
EV/EBITDA	12,9	11,6		10,4		8,9		Max (52 tyg.)	3,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,0		Min (52 tyg.)	1,7



Wyniki za 4Q10 były zgodne z naszymi prognozami. Znacząco wyższe okazały się być przychody (+49,6% vs. prognozy DI BRE), ale wraz z nimi Spółka zanotowała niższe od oczekiwań rentowności w segmentach maszyn górniczych i innych urządzeń dla górnictwa o odpowiednio -3,2pp. oraz -5,8pp. Warto wspomnieć przy tym, że rentowność wykonywanych w 4Q10 umów była na wysokim poziomie (KHW za 83,9 mln PLN oraz połowa umowy dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR). W 1Q10 oprócz kosztów osobowych i kosztów mediów, jakie są widoczne w 4Q10 z tytułu uruchomienia nowego zakładu (Famur-2 zatrudnia około 100 nowych osób) w wyniku pojawi się również amortyzacja nowego obiektu (ponad 10 mln PLN w skali roku). Spółka nie informowała o zdobyciu większych kontraktów, jakie miałyby być wykonywane w 1Q11, a rozruch nowego zakładu, którego koniec jest spodziewany w marcu powodować będzie, że nowy obiekt w 1Q11 nie przyniesie Spółce dodatkowych przychodów. W wynikach za 1Q11 widoczny będzie przejęty Remag. Biorąc pod uwagę, że producent kombajnów chodnikowych osiągnie podobne wyniki jak w 2009 roku (26,4 mln PLN zysku netto), to w 1Q11 może dołożyć się do wyniku netto na poziomie 5,6 mln PLN. Podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet Prezes Waldemar Łaski poinformował, że po otwarciu i obłożeniu mocy produkcyjnych nowego zakładu Famur-2 można się spodziewać znaczącego obniżenia kosztów (za sprawą poprawy efektywności dzięki zastosowaniu nowszych technologii). W nowym zakładzie produkowane będą maszyny nowej generacji do podziemnej eksploatacji węgla, napędy dużej mocy i ciężkie przekładnie przemysłowe. Fabryka zatrudniać będzie ponad 100 osób. Zdaniem rozmówcy koniunktura na zapleczu dla górnictwa poprawia się zarówno w kraju jak i za granicą (ten rok według Prezesa będzie pierwszym w którym eksport ma rosnać). Zakończenie rozruchu nowych urządzeń planowane jest na marzec bieżącego roku. Amortyzacja zakładu wyniesie ponad 10 mln PLN w skali roku. Na rynku krajowym w pierwszym kwartale rozstrzygnąć się może nawet 5 przetargów na obudowy ścianowe i kompleksy ścianowe. Zwykle w dobrym roku w kraju rozstrzyga się około 9-11 takich przetargów. Skumulowanie wielu przetargów na początku, to efekt ożywienia po długim czasie zastoju. W pierwszej połowie roku powinno to przynieść zwiększenie przychodów trzech krajowych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa (Fazos, Glinik, Tagor). Pamiętać należy, że na rynku nadal panuje bardzo duża konkurencja, co związane jest z trudnością w zdobyciu zagranicznych zamówień, w związku z czym przy dużych krajowych mocach wytwórczych rentowność zdobywanych kontraktów jest niska.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży były o 49,6% wyższe od naszych oczekiwań, na co złożyła się wyższa o 85,3% sprzedaż segmentu maszyn górniczych oraz o 71,1% segmentu innych urządzeń dla górnictwa. Wyższe od naszych oczekiwań o 8,3% przychody miały miejsce w segmencie urządzeń dźwigowych i przeładunkowych oraz o 22,1% w pozostałej działalności w związku z wyższą niż się spodziewaliśmy sprzedażą węgla w ramach rozliczenia obligacji węglowych wyemitowanych przez Katowicki Holding Węglowy. Spółka w 4Q10 zmieniła również prezentację wyników Spółki Zamet Industry, której wyniki sprzedażowe prezentowane są w segmencie maszyn i urządzeń przeładunkowych i dźwigowych, a nie jak dotychczas w pozostałej działalności. Sprzedaż jedynie nieznacznie odbiegała od naszych prognoz pod względem wygenerowanych przychodów in minus w segmencie odlewów (-2,2% vs. prognoza DI BRE). Mimo wykonywania dwóch całkiem rentownych umów (dla Katowickiego Holdingu Węglowego za 83,9 mln PLN i części kontraktu dla kontrahenta meksykańskiego za 14,9 mln EUR) marża brutto ze sprzedaży segmentu maszyn górniczych i innych urządzeń dla górnictwa wyniosła jedynie 24,8% i 25,2% wobec przez nas zakładanych (28,0% i 31,0%), co związane było prawdopodobnie ze wzrostem kosztów osobowych i mediów nowego zakładu Famur-2

(zakład zwiększył zatrudnienie o 100 osób, z czego wiele było zatrudnionych już w 4Q10). Rentowność wyżej wymienionych segmentów w 1Q10 i 2Q10 wynosiła odpowiednio 38,4% i 43,8% oraz 31,7% i 31,4%, zatem spadek marżowości należy uznać za istotny. Wyższa rentowność (31,2% vs. prognozowane 26,0%) miała miejsce w segmencie urządzeń przeładunkowych i dźwigowych, co oznacza trwały powrót do marżowości tej części działalności (w 1Q10 rentowność wynosiła jedynie 10,1%, w 2Q10 23,9%, a w 3Q10 32,4%).

W sumie wynik operacyjny był o 0,1% wyższy od naszych oczekiwań. Negatywnie na jego poziom wpływało zwiększenie rezerw w kwocie 5 mln PLN oraz aktualizacja wartości aktywów niefinansowych w kwocie 7,5 mln PLN. W sumie wpływ pozostałej działalności operacyjnej w 4Q10 wyniósł -18,7 mln PLN. Wyższe od naszych oczekiwań były koszty sprzedaży o 30,4% oraz koszty zarządu o 17,9%. Na poziom wyniku brutto pozytywny wpływ miało rozliczenie i wycena kontraktów terminowych (+6,2 mln PLN) oraz dyskonto wynikające z rozliczenia obligacji węglowych od KHW w kwocie 5,8 mln PLN (zakładaliśmy 2 mln PLN dyskonta). W sumie wynik brutto w 4Q10 był o 18,9% wyższy niż zakładaliśmy, a zysk netto o 10,5% wyższy. Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę na malejącą rentowność w segmentach związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa, mimo wykonywania rentownych kontraktów w 4Q10 (część kontraktu meksykańskiego została wykonana w 2Q10, co dało ponad 40% rentowność brutto ze sprzedaży segmentu maszyn górniczych, a do przetargu na wykonywanie obudowy kompleksu niskiego dla KHW został dopuszczony tylko Famur, co gwarantowało wysoką marżę zdobytego kontraktu). Pamiętać należy, że do kosztów osobowych i mediów w 1Q11 dojdzie jeszcze amortyzacja nowego zakładu, która wyniesie ponad 10 mln PLN rocznie. Do tej pory Famur na rynku uchodził za spółkę o stosunkowo istotnie zamortyzowanym parku maszynowym, co miało istotny wpływ na realizowane rentowności na poziomie operacyjnym i netto. Bieżący rok może, to zmienić, gdyż rynek nadal jest stosunkowo trudny pod względem uzyskiwanych marż, a nowe zamówienia zakładu Famur-2, według zapowiedzi Spółki, nie będą jeszcze miały miejsca w 1Q11. Dodatkowo w 1Q11 Spółka nie informowała o wykonywaniu żadnej większej umowy na obudowy ścianowe, co prowadzić naszym zdaniem będzie do obniżenia wyniku w bieżącym kwartale (w części Famur, gdyż do dotychczasowego biznesu w 1Q11 dojdzie jeszcze przejęty Remag). Zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami wyniki 4Q10 są bardzo dobre, nie spostrzegamy większych zaskoczeń na poziomie operacyjnym.



Impexmetal (Kupuj)

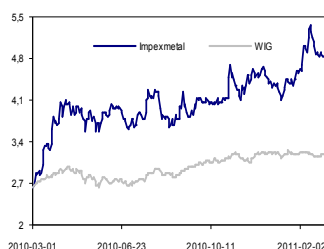
Cena bieżąca: 4,85 PLN

Cena docelowa: 5,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-11

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 785,0	2 417,6	35,4%	2 664,2	10,2%	2 548,9	-4,3%	Liczba akcji (mln)	200,0
EBITDA	137,2	169,0	23,2%	178,7	5,8%	182,4	2,0%	MC (cena bieżąca)	970,0
marża EBITDA	7,7%	7,0%		6,7%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 157,7
EBIT	73,3	107,5	46,7%	119,8	11,5%	126,0	5,2%	Free float	34,6%
Zysk netto	25,6	76,9	200,0%	81,6	6,2%	90,6	10,9%		
P/E	40,4	12,6		11,9		10,7		Zmiana ceny: 1m	5,2%
P/CE	11,6	7,0		6,9		6,6		Zmiana ceny: 6m	14,7%
P/BV	1,2	1,1		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	70,8%
EV/EBITDA	11,1	8,3		6,5		5,9		Max (52 tyg.)	5,4
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		6,9		Min (52 tyg.)	2,8



Wyniki 4Q10 są naszym zdaniem bardzo dobre. Uwzględniając straty udziałowców mniejszościowych wynik netto w 2010 roku był o 13,1% wyższy niż wynikało to z całorocznej prognozy Zarządu. Wysokie zapotrzebowanie na blachy aluminiowe, jakie mieliśmy okazję zobaczyć w 4Q10 (Spółka sprzedała 22,6 tys. produktu przy mocach na poziomie 80-85 tys. ton rocznie) powinno prowadzić w kolejnych okresach do zwiększenia siły przetargowej walcowni i wzrostu marży przerobowych. Obserwowane obecnie wysokie zapotrzebowanie na ołów na rynku krajowym przy wysokiej cenie na rynkach światowych oraz słabej złotówce do dolara gwarantować będzie wypracowanie wysokich wyników segmentu produkcji ołowiu. Zarząd nie podjął jeszcze decyzji w sprawie podziału zysku za zeszły rok, ale zdaniem Prezesa (w udzielonym wywiadzie) biorąc pod uwagę liczne cele akwizycyjne Boryszewa dywidenda jest prawdopodobna. Na ten cel mogłaby być przeznaczona nawet połowa zysku netto za 2010 rok, co dawałoby DY na poziomie 3,8%. W krótkim okresie negatywnie na kształtowanie się kursu działa zejście poniżej 5% zaangażowania przez Pioneer IM oraz sprzedaż 308 tys. akcji przez Boryszew. Zdaniem Prezesa Impexmetal, Boryszew nie jest zainteresowany utratą kontroli w spółce zależnej. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Skup akcji własnych

Spółka poinformowała, że pierwsza transza akcji własnych, która zostanie skupiona wynosi 500 tys. sztuk. Termin rozpoczęcia nabywania akcji własnych został określony na 10 lutego. Celem programu jest nabywanie akcji własnych z przeznaczeniem do dalszej odsprzedaży, umorzenia, lub na sfinansowanie przejęć w ramach strategii rozwoju Spółki i Grupy Kapitałowej. Przedział cenowy nabywanych akcji określony został od 2 do 8 PLN.

Sprzedaż akcji przez Boryszew

Spółka poinformowała, o sprzedaży przez Boryszew w terminie od 10 lutego 308 tys. akcji Spółki Impexmetal. W sumie ilość sprzedawanych akcji odpowiada za 0,1541% akcji znajdujących się w obrocie. Informacja o sprzedaży akcji może krótkoterminowo być postrzegana przez inwestorów negatywnie. Przedstawiciele Spółki wyrażają silne przekonanie, że Boryszew nie zmierza do utraty kontroli nad Spółką.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody Grupy Impexmetal były o 4,3% niższe niż zakładaliśmy, głównie za sprawą mniejszych o 13,7% od naszych oczekiwań przychodów Hutmen (elementy miedziane) oraz o 9,6% niższych obrotów w HAK (blachy aluminiowe). Spadek przychodów w obu wyżej wymienionych spółkach, to prawdopodobnie efekt sprzedaży po starych cennikach, gdyż wolumen w przypadku pierwszego był zgodny z oczekiwaniami, a w przypadku drugiego o 18,9% wyższy. Podobnie sprzedaż była niższa o 6,1% od naszych oczekiwań w WM Dziedzice za sprawą niższych o 16,1% cen. Znacznie większe niż się spodziewaliśmy przychody zanotował Baterpol (recykler akumulatorów) (+18,7%), w wyniku wyższego o 18% wolumenu sprzedaży. W ZM Silesia przychody były o 9,2% wyższe niż się spodziewaliśmy, w rezultacie niższych o 4,5% średnich cen oraz wyższego o 14,3% wolumenu sprzedaży.

Na poziomie operacyjnym pozytywnie zaskoczył Hutmen, który miał o połowę mniejszą stratę niż zakładaliśmy (Hutmen S.A. bez spółek zależnych) oraz Baterpol (+95,2% vs. prognozy DI BRE) i F&T Polska (+79,6% vs. prognozy DI BRE). Niższy niż oczekiwaliśmy wynik operacyjny miał miejsce w WM Dziedzice (stopy miedzi) (0,8 mln PLN straty vs. prognozowane 0,1 mln PLN zysku netto), co wynikało ze wzrostu kosztu pozyskania surowców złomowych, będącego konsekwencją naliczania przez dostawców marż za wydłużające się terminy płatności oraz wykonywaniu jednego większego kontraktu krajowego, gdzie nie zostały zabezpieczone ceny metali). Od września 2010 roku polityka zakupowa jest kierowana z poziomu jednostki dominującej, co zmniejszy ryzyko pojawienia się efektu wzrostu marży przez dostawców złomu

w przyszłości. Niższy od oczekiwań wynik operacyjny miał miejsce w HAK (7,5 mln PLN vs. prognozowane 13,7 mln PLN), w związku z wysokimi pozostałymi kosztami operacyjnymi (8,2 mln PLN vs. 1,6 mln PLN rok wcześniej). W sumie wynik operacyjny, był 13,0% niższy niż wynikało to z naszych oczekiwań. Warto wspomnieć jednak, że w 4Q10 pozostałe spółki zależne Hutmen (m.in. WM Działoszyn i Temer), przyniosły stratę operacyjną na poziomie 2,9 mln PLN. Realny udział Impexmetal w tych podmiotach wynosi odpowiednio 57,5% oraz 45,4% i są one konsolidowane metodą pełną w związku z czym strata obciążyła wynik operacyjny Grupy, który to natomiast został wyrównany dopiero na poziomie netto. Ten ostatni jest o 32,2% wyższy niż wynikało, to z naszych oczekiwań, co jest rezultatem niższego o 1,3 mln PLN podatku dochodowego, oraz wysokich strat udziałowców mniejszościowych (1,7 mln PLN).

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym portalowi WNP Prezes Szeliga zapowiedział, że wydatki inwestycyjne w 2011 roku wyniosą około 30- 40 mln PLN (prognoza DI BRE 36,4 mln PLN bez dezinvestycji) i mają zostać przeznaczone głównie na wzrost mocy wytwórczych w Baterpolu. W kolejnych latach Spółka chciałaby przeprowadzić program inwestycyjny w HAK, pozwalający na podwojenie mocy produkcyjnych w zakresie wytwarzania blach aluminiowych. Na ten cel Impexmetal w ciągu kilku lat mógłby przeznaczyć 400-500 mln PLN. W bieżącym roku Spółka nie będzie prawdopodobnie jednak ponosić wydatków związanych z wymienionym programem inwestycyjnym. Środki na realizację przedsięwzięcia pochodzić mają z bieżącej działalności, kredytów inwestycyjnych i funduszy unijnych (decyzja na temat inwestycji ma zostać podjęta w marcu-kwietniu, nie ma natomiast planów pozyskania środków z emisji akcji). Prezes pytany o rekomendację dotyczącą podziału zeszłorocznego zysku przyznał, że biorąc pod uwagę, iż główny akcjonariusz - Boryszew - ma kilka celów akwizycyjnych nie jest wykluczone, że Spółka zdecydowałaby się na taki krok. W opinii Prezesa wypłata nawet połowy zeszłorocznego zysku netto nie wpłynęłaby negatywnie na kondycję Grupy (przy wypłacie połowy zeszłorocznego zysku netto DY 3,8%). Szeliga przyznał, że Spółce sprzyja panująca dobra koniunktura na rynku, dlatego w 2011 roku istnieje możliwość poprawy wyniku sprzedażowego Grupy. Dokładne prognozy na 2011 rok Grupa zamierza podać do informacji inwestorów w marcu bieżącego roku.



Kernel (Akumuluj)

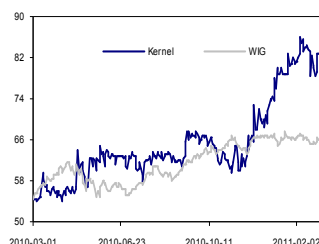
Cena bieżąca: 82,7 PLN

Cena docelowa: 87,8 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-28

(mIn USD)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 047,1	1 020,5	-2,5%	1 600,3	56,8%	1 964,1	22,7%	Liczba akcji (mln)	73,7
EBITDA	190,1	190,7	0,3%	287,8	50,9%	312,1	8,4%	MC (cena bieżąca)	6 092,9
marża EBITDA	18,2%	18,7%		18,0%		15,9%		EV (cena bieżąca)	6 243,5
EBIT	166,6	168,2	0,9%	257,4	53,1%	278,0	8,0%	Free float	59,0%
Zysk netto	135,5	153,0	12,8%	199,1	30,2%	209,2	5,1%		
P/E	14,6	13,8		10,7		10,2		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	12,5	12,0		9,3		8,7		Zmiana ceny: 6m	36,1%
P/BV	5,6	3,5		2,9		2,3		Zmiana ceny: 12m	53,1%
EV/EBITDA	10,8	11,6		7,6		6,8		Max (52 tyg.)	86,1
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	54,0



Mimo rewelacyjnego otoczenia dla producentów oleju słonecznikowego na Ukrainie (marża modelowa na przerobie słonecznika w 4Q10 wynosiła 159,7 USD/T wobec 130,9 USD/T w 3Q10) wartość EBITDA na tonę przerobionego surowca w 4Q10 wyniosła jedynie 59,7 USD/T wobec 58,9 USD/T w 3Q10. Przyczyną tego był przerób słonecznika dostarczanego na bieżąco z farm po cenach spot, co przy wzrastających cenach surowca (w 4Q10 ceny wzrosły o 33,6% q/q) i sprzedaży oleju po niższych cenach z 3Q10 (ceny oleju w 4Q10 wzrosły o 30,8% q/q) doprowadziło do obniżenia rentowności segmentu produkcji oleju luzem (marża EBIT spadła z 15,0% w 3Q10 do 11,3% w 4Q10). W 1Q11 i 2Q11 Spółka przerabiać będzie słonecznik zakupiony w 3Q10, a olej eksportować po cenach zakontraktowanych z 4Q10 i 1Q11, a to wpłynie na zwiększenie rentowności w stopniu większym niż wynika to z warunków rynkowych (w 1Q11 jak na razie marża modelowa wynosi 178,7 USD/T). Należy pamiętać, że w 1Q11 wciąż baza do poprawy wyników jest niska (Allseeds zostało inkorporowane w 2Q10), a po sesji 18 marca Spółka uzupełni skład indeksu WIG20 (z wagą 2,08%). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Kwoty na eksport oleju słonecznikowego

Dyrektor generalny organizacji „Ukroliyprom” Stepan Kapshuk zadeklarował, że Ukraina nie wprowadzi kwot eksportowych na olej słonecznikowy. Organizacja oraz większość producentów oleju słonecznikowego na Ukrainie podpisali memorandum, w którym zobowiązali się do obniżenia eksportu oleju o 5% na miesiąc i zwiększenia dostaw na rynek lokalny. Strony memorandum zobowiązały się również do obniżenia cen oleju słonecznikowego na rynku ukraińskim. Memorandum wydaje się być ustępstwem skierowanym w stronę Rządu w związku z rozpoczęciem postępowania przez Urząd Antymonopolowy na Ukrainie mającego wyjaśnić drożące ceny oleju słonecznikowego na Ukrainie. Wcześniej w 2008 roku Rząd zdecydował się na wprowadzenie kwot eksportowych na olej słonecznikowy w związku ze wzrostem jego cen na światowych rynkach i możliwością przeniesienia się na rynek lokalny.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 108% r/r, głównie za sprawą wysokiej dynamiki segmentu związanego z produkcją oleju słonecznikowego luzem (+286,3% r/r) oraz handlu zbożem (+75,4% r/r). W pierwszym przypadku przyczyną zwiększenia obrotu był wyższy o 204,4% r/r wolumen sprzedaży (efekt przejścia Allseeds i rozpoczęcia pracy tłoczni w Bandurce) oraz wyższe o 26,9% r/r średnie ceny sprzedaży. Z kolei w przypadku segmentu handlu zbożem wolumen sprzedaży był o 22,3% r/r większy przy 43,4% wyższej średniej cenie. W 4Q10 oprócz zboża, na eksport którego Spółka otrzymała kwoty eksportowe w ilości 0,436 mln ton (z czego 0,276 mln ton kukurydzy, 0,104 mln ton pszenicy oraz 0,056 mln ton jęczmienia), Kernel sprzedawał również uprawy nie objęte restrykcjami handlowymi (soja, rzepak, słonecznik). To wpłynęło na wysoki - 860,8 tys. ton – wolumen sprzedaży. W segmencie produkcji oleju butelkowanego wolumen sprzedaży w 4Q10 był o 22,7% r/r niższy, co wynikało z celowego ograniczenia sprzedaży na terenie kraju spowodowanego niskimi cenami na lokalnym rynku (ukraiński rząd od początku sezonu wywiera presję na producentów oleju butelkowanego by utrzymywali ceny na niskim poziomie, tłumacząc, że zbiory słonecznika w bieżącym sezonie były o 6,4% r/r wyższe i wzrost cen przetworzonych produktów nie powinien nastąpić). W przypadku segmentu usług przeładunku, sprzedaż była o 31,1% r/r niższa w wyniku spadku wolumenu o 26,9% r/r (kwoty eksportowe na zboża ograniczyły wolumeny sprzedaży poza granice kraju). Również ceny za usługi związane z przeładunkiem zboża były o 5,7% r/r niższe, na co wpływ miał wzrost konkurencji pomiędzy portami świadczącymi podobne usługi. W przypadku segmentu związanego z usługami przechowywania zboża, wolumen sprzedaży był o 10,5% r/r wyższy mimo, że zeszłoroczne zbiory na Ukrainie były o około 11% r/r niższe. Było to możliwe dzięki zwiększeniu ilości osuszanego zboża, ale towarzyszyły temu niższe o 8,3% r/r średnie ceny. Zysk operacyjny w 4Q10 był o 22,3% r/r wyższy, głównie za sprawą 163,7% wzrostu w

segmentie produkcji oleju luzem oraz wysokiej dynamiki w segmentie handlu zbożem (+76,3% r/r). W pierwszym przypadku wzrost wyników operacyjnych to efekt wzrostu wolumenu sprzedaży o 204,5% r/r. Wynik segmentu byłby jeszcze wyższy, gdyby nie spadek rentowności EBIT o 4,8pp w wyniku osiągniętej niższej wartości EBITDA na tonę przerobionego słonecznika (spadek z 74,4 USD/T w 4Q09 do 59,7 USD/T w 4Q10 vs. 58,9 USD/T w 3Q10). Niska rentowność wewnątrz segmentu pomimo bardzo dobrego otoczenia makroekonomicznego (w 4Q09 modelowa marża na przerobie słonecznika wynosiła 110,2 USD/T, a w 4Q10 i 3Q10 odpowiednio 159,7 USD/T i 130,9 USD/T) to efekt przede wszystkim przetwarzania ziarna, jakie Spółka bezpośrednio kupowała od farm w 4Q10 w systemie *just in time*. W wyniku tego Kernel przetwarzał słonecznik, jaki został zakupiony w 4Q10, a olej sprzedawał po cenach, jakie zakontraktowano w 3Q10 na podstawie niższych cen ziaren z tego okresu (średnio w 4Q10 cena słonecznika na Ukrainie była o 33,6% q/q wyższa, a cena oleju 30,8% q/q wyższa). W przypadku segmentu handlu zbożem wzrost wyniku operacyjnego to rezultat wyższego wolumenu sprzedaży o 22,3% r/r przy wzroście wartości EBITDA na tonę sprzedanego zboża o 43,8% r/r. Wyższa rentowność na każdej tonie sprzedawanego zboża, to rezultat wprowadzonych kwot eksportowych na zboże i dużej różnicy między cenami upraw objętymi restrykcjami w kraju i za granicą (średnio w 4Q10 ceny na rynku ukraińskim pszenicy były o 15% niższe niż na świecie, a ceny kukurydzy o 31,7% niższe). Warto nadmienić, że w 4Q10 wartość EBITDA na tonie sprzedanego zboża była o 44,4% q/q niższa niż w 3Q10, co wynikało z faktu, iż Kernel w 4Q10 obok zboża, na jakie zostały nałożone restrykcje, eksportował również uprawy nie podlegające ograniczeniom rządu (rzepak, soja, słonecznik). Spadek wyniku operacyjnego miał miejsce w segmencie związanym z produkcją oleju butelkowanego luzem (-42,2%), co wynikało z niższego wolumenu sprzedaży (-22,7% r/r) oraz niższej wartości EBITDA na tonę przerobionego słonecznika (spadek z 105,5 USD/T w 4Q09 do 80,2 USD/T w 4Q10 vs. 97,4 USD/T w 3Q10, co związane było ze wspomnianym wcześniej przerobem słonecznika zakupowanego na bieżąco z farm). W segmencie związanym z przeładunkiem zboża i usług transportowych wynik operacyjny spadł o 29,6% r/r, co wynikało ze spadku wolumenu sprzedaży o 26,9% r/r i spadku średnich cen o 5,7% r/r. Znacznie wyższe, niż w analogicznym okresie roku ubiegłego, okazały się być koszty finansowe netto (+110,2% r/r), co wynikało ze zwiększenia poziomu zadłużenia o 90,1% r/r w związku ze wzrostem długu krótkoterminowego (+135,2% r/r) przeznaczonego na zakup ziarna potrzebnego do przerobu oraz zbóż przeznaczonych na eksport. Większość zadłużenia krótkoterminowego zapada w połowie bieżącego roku, po tym, jak Spółka otrzyma już płatności za wytworzony olej słonecznikowy. Warto nadmienić, iż w 4Q10 w przepływach finansowych miał miejsce niski przepływ z działalności operacyjnej (-232,3 mln USD), co wynikało głównie z większego zaangażowania w kapitał obrotowy (-286,5 mln USD) w rezultacie zwiększenia zapasów (-183,2 mln USD; zakup słonecznika potrzebnego do przerobu) oraz zwiększenia należności z tytułu nadpłaconego podatku (109,8 mln USD, głównie VAT). Na koniec 4Q10 bilansowa wartość tego ostatniego opiewała na 268,2 mln USD. Zarząd jest zdania, że w kolejnych kwartałach Skarb Państwa powinien kontynuować zwrot w granicach 20-25 mln USD nadpłaconego podatku VAT miesięcznie, a bilansowa wartość tych należności powinna ustabilizować się w długim terminie na poziomie około 140 mln USD.

Zarząd podwyższa prognozę

Zarząd, widząc możliwość istotnej poprawy wyników w kolejnych dwóch kwartałach bieżącego roku obrotowego, podjął decyzję o podniesieniu prognozy wyników finansowych z 1,3 mld USD przychodów do 1,8 mld USD, zysku EBITDA z 255 mln USD do 300 mln USD i zysku netto z 195 mln USD do 225 mln USD.

Kwoty na eksport zbóż ważne do końca czerwca

Przedstawiciele Ministerstwa Rolnictwa poinformowali, że kwoty na eksport zbóż z Ukrainy zostaną utrzymane do końca sezonu (do końca 2Q11). Informacja pozytywna dla Kernela, gdyż ten wykazuje wysoką skuteczność w pozyskiwaniu kwot eksportowych.

Zima groźna tylko uprawom rzepaku

Centrum hydrometeorologiczne na Ukrainie poinformowało, że jak dotychczas uprawy ozime na terenie Ukrainy są w dobrej i satysfakcjonującej kondycji. Zdaniem instytutu ostatnio obserwowane ochłodzenie nie ma negatywnego efektu na uprawy ozime. Wyjątek stanowi uprawa rzepaku ozimego, którego straty w wyniku mrozów mogą sięgnąć do 10-15%. Informacja pozytywna dla producentów i eksporterów zbóż. Z drugiej strony perspektywa zwiększenia zbiorów w regionie morza czarnego w bieżącym roku, wobec strat w wyniku suszy, jakie miały miejsce w roku ubiegłym, może mieć negatywny wpływ na kształtowanie się cen zbóż na zagranicznych rynkach. Straty w uprawie rzepaku nie są złą informacją dla Kernela, który głównie przetwarza nasiona słonecznika. Gdyby straty w uprawie rzepaku miały miejsce również w innych państwach europejskich, które także obecnie doświadczają mrozów, to potencjalny deficyt uprawy w kolejnym roku pozytywnie wpływać może na kształtowanie się cen olejów słonecznikowych i marż przerobowych na słoneczniku (Europa jest największym światowym producentem rzepaku).



Kęty (Akumuluj)

Cena bieżąca: 127,9 PLN Cena docelowa: 134,8 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-22

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 111,0	1 210,6	9,0%	1 339,7	10,7%	1 418,0	5,8%	Liczba akcji (mln)	9,2
EBITDA	189,0	177,0	-6,4%	203,1	14,8%	217,5	7,1%	MC (cena bieżąca)	1 180,0
marża EBITDA	17,0%	14,6%		15,2%		15,3%		EV (cena bieżąca)	1 479,1
EBIT	124,9	109,7	-12,2%	128,9	17,5%	140,3	8,9%	Free float	59,4%
Zysk netto	70,6	90,4	28,0%	94,9	5,0%	104,2	9,8%		
P/E	16,7	13,1		12,4		11,3		Zmiana ceny: 1m	1,5%
P/CE	8,8	7,5		7,0		6,5		Zmiana ceny: 6m	19,6%
P/BV	1,5	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	11,2%
EV/EBITDA	7,3	8,2		7,3		6,7		Max (52 tyg.)	132,4
Dyid (%)	0,0	3,1		3,1		4,8		Min (52 tyg.)	100,7



W bieżącym roku sprzedaż Grupy Kęty wspierać będzie rosnąca liczba rozpoczynanych projektów w budownictwie mieszkaniowym, która w I'11 była o 40,4% r/r wyższa wobec 8,1% spadku r/r w 4Q10. Jest to wynikiem rosnącej liczby wydawanych pozwoleń na budowę, jaką obserwowaliśmy w drugiej połowie 2010 roku (+3,6% r/r w 3Q10 i +6,0% w 4Q10). Dobre perspektywy rysują się po stronie budownictwa komercyjnego związanego z obiektami handlowymi. W 2011 roku ilość oddawanej do użytku powierzchni handlowej na terenie kraju wzrosło do około 770-790 tys. m² wobec mniej niż 550 tys. m² oddanych w 2010 roku. Jeszcze lepiej przedstawiają się perspektywy 2013 roku, kiedy ilość oddanej powierzchni ma się zwiększyć nawet do 1 mln m², co stanowi absolutny rekord od 1999 roku. Najgorzej przedstawiają się perspektywy realizacji projektów biurowych (liczba oddanych na terenie samej stolicy w bieżącym roku spadnie do około 120-130 tys. m² wobec 190 tys. m² dostarczonych w 2010 roku) oraz projektów związanych z udostępnieniem powierzchni logistycznej (na koniec 2010 roku udział pustostanów na terenie kraju wynosił około 15%). Na dobrym otoczeniu makroekonomicznym w przemyśle korzystać powinien segment SWW, który około 35-40% sprzedaży kieruje do tego typu odbiorców. W grudniu produkcja przemysłowa na terenie kraju wzrosła 10,4% r/r, a na terenie Niemiec +10,0% r/r. Towarzyszyły temu wysokie wskaźniki PMI dla przemysłu (Niemcy 60,5 i Polska 55,6). Według naszych prognoz Spółka na bieżący rok notowana jest ze wskaźnikiem 12,4 P/E, biorąc jednak pod uwagę spodziewaną poprawę otoczenia w zakresie budownictwa wielkokubaturowego w kolejnych latach oraz utrzymujący się dobry klimat w przemyśle warto naszym zdaniem kupić akcje Spółki. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wyniki za 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży wzrosły o 17,6% r/r. Wysoka wartość obrotu miała miejsce w SOG, głównie za sprawą stabilnego 8% r/r wzrostu ze sprzedaży krajowej i 33% r/r wzrostu sprzedaży zagranicznej (wykorzystanie mocy produkcyjnych segmentu w 4Q10 sięgało 85%). W SWW sprzedaż wzrosła z jednej strony w wyniku wzrostu cen aluminium o 19,7% r/r, z drugiej w rezultacie większego o 20% r/r wolumenu na terenie kraju i 30% r/r na rynkach zagranicznych (w zeszłym roku zakłady segmentu pracowały do końca grudnia, co pozwoliło na wykorzystanie mocy segmentu w 4Q10 na poziomie 85%). W SSA wartość obrotu wzrosła o 22,3% r/r, dzięki 23,1% r/r dynamice osiągniętej na rynku krajowym i 20,4% r/r na rynkach zagranicznych. W SUB spadek sprzedaży sięgnął 20,0% r/r, ale względem 3Q10 można było zauważyć poprawę o 33,2% q/q, co było związane z rozpoczęciem realizacji projektu SKY Tower, którego wartość prac stanowiła około 25% całkowitych przychodów segmentu. Niższe o 17,9% r/r były obroty segmentu akcesoriów budowlanych, na co wpływ miała presja cenowa ze strony konkurencji kwotującej swoje produkty w EUR oraz ciągła słaba sytuacja na rynku ukraińskim. W związku z małą ilością zamówień produkcja w ramach SAB w 4Q10 została zamknięta w drugiej połowie grudnia.

Wzrost cenników, na jakie zdecydował się Zarząd w 3Q10 w SWW i SSA nominalnie miał wpływ na wzrost wyników operacyjnych tylko drugiego segmentu (+50,9% r/r). Było to rezultatem zawiązanych rezerw na nagrody jubileuszowe i odprawy emerytalne (około 2 mln PLN) w związku ze zmianą założeń aktuarialnych. To w zdecydowanej większości przyczyniło się do obniżenia wyniku operacyjnego segmentu SWW. Nie bez znaczenia było również utworzenie odpisu z tytułu utraty wartości w wysokości 9,8 mln PLN związanego z uwzględnieniem odpisu na urządzenie do walcowania folii aluminiowej (zakłada się, że urządzenie zmniejszy produkcję w kolejnych latach). W sumie około 75% odpisu obciążało wynik operacyjny segmentu SOG. Na poziomie działalności finansowej pozytywny wpływ na wynik miał rezultat na hedgingu (2,5 mln PLN), natomiast negatywny odsetki od kredytów (-3,0 mln PLN) i wycena kredytów (-0,2 mln PLN). W sumie wpływ działalności finansowej na zysk wyniósł 0,3 mln PLN.

Warto zwrócić w wynikach 4Q10 uwagę na wysoki przepływ z działalności operacyjnej (39 mln



PLN), przy spadku zaangażowania kapitału pracującego o 1,7% q/q. W 2010 roku gotówka wygenerowana z działalności operacyjnej była o 71,9% r/r niższa na co wpływ miał istotny wzrost zapasów i należności (+133,0 mln PLN) w związku z ożywieniem na rynku obserwowanym w drugiej połowie 2010 roku oraz rosnących cen aluminium (+24,2% w ekwiwalencie złotowym).

Prognoza Zarządu na 2011 rok

Prognoza Zarządu na 2011 rok zakłada wzrost przychodów o 12% r/r, w tym segmentu SOG (+2% r/r), SSA (+5% r/r), SWW (+9% r/r), SAB (+12% r/r), SUB (+50% r/r). Zysk EBIT wyniesie 133 mln PLN (+12% r/r), z czego Zarząd prognozuje, że negatywnie na jego wielkość będą działały rosnące koszty produkcji (+14 mln PLN r/r), amortyzacji (+7 mln PLN) (wynik inwestycji w wysokości 109 mln PLN, jakie miały miejsce w 2010 roku), a pozytywnie zwiększenie wolumenu produkcji oraz cen (+12 mln PLN r/r) oraz poprawa efektywności (+11 mln PLN). W bieżącym roku wynik na transakcjach zabezpieczających uwzględniany będzie na poziomie wyniku operacyjnego, a nie jak dotychczas, działalności finansowej. Zarząd szacuje, że wydatki inwestycyjne w bieżącym roku wyniosą 134,4 mln PLN wobec 109,4 mln PLN w 2010 roku.



Kopex (Redukuj)

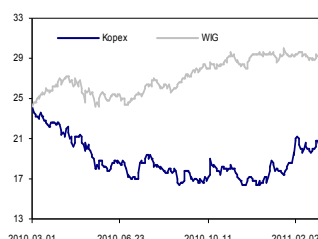
Cena bieżąca: 20,18 PLN

Cena docelowa: 15,9 PLN

Analitik: Jakub Szkopek

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 313,4	2 367,5	2,3%	2 224,3	-6,0%	1 889,0	-15,1%	Liczba akcji (mIn)	74,3
EBITDA	217,1	178,1	-18,0%	224,9	26,3%	246,5	9,6%	MC (cena bieżąca)	1 500,0
marża EBITDA	9,4%	7,5%		10,1%		13,0%		EV (cena bieżąca)	1 935,1
EBIT	145,3	93,6	-35,6%	136,0	45,3%	152,8	12,4%	Free float	28,5%
Zysk netto	87,2	34,4	-60,6%	82,4	139,6%	94,3	14,5%		
P/E	17,2	43,6		18,2		15,9		Zmiana ceny: 1m	-3,0%
P/CE	9,4	12,6		8,8		8,0		Zmiana ceny: 6m	20,8%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-12,9%
EV/EBITDA	8,8	11,1		8,6		7,8		Max (52 tyg.)	23,6
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		3,1		Min (52 tyg.)	16,3



Mimo zapowiedzi głównego akcjonariusza dotyczących osiągnięcia w 2010 roku połowy zysku netto, jaki Spółka zanotowała w 2009 roku, co oznaczałoby, że wynik netto 4Q10 wyniesie około 22,4 mln PLN Grupa Kopex w tym okresie wypracowała jedynie 13,3 mln PLN (zgodne z oczekiwaniami DI BRE). Dodatkowo mimo wysokich zanotowanych przychodów w 4Q10 (+35,6 vs. prognozy DI BRE) rentowność segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego była o 1,4pp niższa od zakładanej i zarazem najniższa w całym roku. To potwierdzały nasze przypuszczenia, że rynek jest nadal bardzo słaby i mimo, że liczba nowych przetargów jest większa, to ich rentowność jest bardzo niska (często zerowa). Podtrzymujemy rekomendację redukuj.

Wywiad z Prezesem

W wywiadzie udzielonym Gazecie Giełdy Parkiet oraz portalowi WNP Prezes Kostempski przyznał, że Kopex prowadzi rozmowy na temat przejęcia Zakładu Maszyn Górniczych Glinik oraz pozostałych aktywów Grupy. Glinik ogłosił upadłość w listopadzie ubiegłego roku. Według Parkietu długi Spółki szacowane są na 30 mln PLN. Na koniec listopada Grupa zatrudniała około 900 osób (około 64% więcej niż w Tagorze należącym do Kopex). Niektóre zobowiązania wobec pracowników sięgają nawet kwietnia 2010 roku. W połowie roku według nieoficjalnych informacji zadłużenie Grupy sięgało około 100 mln PLN. Obecna utrzymująca się wysoka konkurencja na rynku krajowym w zakresie obudów zmechanizowanych sprawia, że trudno będzie o zapełnienie portfela zamówień Glinika. Bez zagranicznych zamówień polski rynek jest zbyt mały by mogły się na nim utrzymać 3 podmioty produkujące obudowy zmechanizowane (Fazos, Glinik, Tagor), dlatego plany dotyczące przejęcia Glinika należy ocenić negatywnie. Tagor znajdujący się w strukturach Kopeksu odpowiadający za produkcję obudów zmechanizowanych w pierwszej połowie roku 2010 miał -13 mln PLN straty netto, a w 3Q10 8,5 mln PLN straty.

Wyniki 4Q10

W 4Q10 przychody ze sprzedaży były o 35,6% wyższe niż wynikało to z naszych oczekiwań, głównie za sprawą wyższych o 69,6% przychodów segmentu maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego oraz wyższych o 50,5% przychodów segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Większa niż się spodziewaliśmy wartość obrotu miała miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego (+20,4% vs. prognozy DI BRE), segmentu sprzedaży energii (+19,3% vs. prognozy DI BRE) oraz usług górniczych (+12,8% vs. prognozy DI BRE). Niższa niż oczekiwaliśmy sprzedaż miała miejsce w segmentach maszyn i urządzeń dla przemysłu (-32,8% vs. prognozy DI BRE), odlewów (-6,4% vs. prognozy DI BRE) oraz sprzedaży węgla (-6,4% vs. prognozy DI BRE). Niepokojącym sygnałem jest niższa rentowność brutto ze sprzedaży w segmentach usług górniczych (16,8% vs. zakładane 26,9% i 22,0% w 3Q10, 18,4% w 2Q10 i 18,7% w 1Q10), segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego (17,6% vs. zakładane 19,0% i 18,2% w 3Q10, 18,3% w 2Q10 i 34,2% w 1Q10) oraz segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa odkrywkowego i maszyn i urządzeń dla przemysłu (odpowiednio 18,2% vs. oczekiwane 21,0% oraz -19,9% vs. oczekiwane 15,0%). Pozytywnym sygnałem jest wyższa rentowność w segmencie urządzeń elektrycznych i elektronicznych (z oczekiwanych 24,3% do 27,5%), odlewów (z oczekiwanych 16,5% do 25,8%) oraz handlu energią (z oczekiwanych 1,4% do 2,2%).

Wynik operacyjny w 4Q10 był o 7,5% wyższy od naszych oczekiwań, mimo że koszty sprzedaży były o 74,0% wyższe niż zakładaliśmy, a koszty zarządu o 7,3% wyższe. Pozostała działalność operacyjna miała negatywny wpływ na wielkość osiągniętego wyniku operacyjnego w kwocie -1,2 mln PLN. Wpływ działalności finansowej na wynik wyniósł -16,0 mln PLN wobec oczekiwanych -13,3 mln PLN, głównie za sprawą wyższych kosztów finansowych w pozycji „inne” (-3,4 mln PLN). Na poziomie brutto wynik był o 16,7% niższy od naszych oczekiwań, a na poziomie netto o 1,5% wyższy. W pierwszym przypadku odstępstwo od naszej prognozy wynika ze wspomnianych wyższych kosztów finansowych, w drugim natomiast z niższego o 61,6%



podatku dochodowego oraz niższego o 44,2% zysku przypadającego akcjonariuszom niekontrolującym.

Wyniki w większości pokrywają się z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnym sygnałem płynącym z rezultatów jest wysoki poziom przychodów w segmentach maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i usług górniczych. Z drugiej jednak strony za wzrostem sprzedaży podąża spadek rentowności wyżej wymienionych segmentów. Dobrym sygnałem jest zwiększenie sprzedaży i powrót do wyższej rentowności segmentu maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych. Na poziomie netto nie spełnił się scenariusz zapowiadany przez głównego akcjonariusza Spółki, jakoby Spółka miała wypracować w 2010 roku połowę zysku netto osiągniętego w 2009 roku, co oznaczałoby, że w 4Q10 Kopex zrealizowałby zysk netto wyższy niż 20 mln PLN. Choćby dla tego argumentu należałoby podejść z ostrożnością do zapowiedzi Zarządu dotyczących wypracowania w 2011 roku co najmniej 100 mln PLN zysku netto.



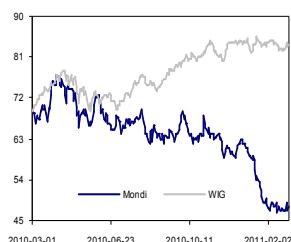
Mondi (Zawieszona)

Cena bieżąca: 81,85 PLN Cena docelowa: -

Analitik: Michał Marczak

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 360,8	2 249,0	65,3%	2 509,3	11,6%	2 516,0	0,3%	Liczba akcji (mln)	50,0
EBITDA	217,9	438,3	101,2%	553,7	26,3%	566,6	2,3%	MC (cena bieżąca)	4 092,5
marża EBITDA	16,0%	19,5%		22,1%		22,5%		EV (cena bieżąca)	4 500,6
EBIT	99,6	277,1	178,1%	404,0	45,8%	418,4	3,6%	Free float	16,0%
Zysk netto	71,4	214,4	200,2%	338,1	57,7%	355,5	5,2%		
P/E	57,3	19,1		12,1		11,5		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	21,6	10,9		8,4		8,1		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	3,5	2,9		2,7		2,7		Zmiana ceny: 12m	-27,9%
EV/EBITDA	21,9	10,4		8,1		7,8		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,0	0,0		5,2		8,3		Min (52 tyg.)	46,9



Lepsze niż oczekiwaliśmy wyniki za 4Q2010 oraz nadal wysokie ceny papieru uwiarygadniają nasze dotychczasowe prognozy zysku netto na rok 2011. Perspektywa na najbliższe kwartały pozostaje pozytywna. W związku z aktualizacją modelu zawieszamy rekomendację dla akcji spółki.

Wyniki za 2010

Wyniki za 4Q2010 były istotnie lepsze niż nasze oczekiwania. Przy przychodach na poziomie 621 mln PLN spółka wygenerowała 135 mln PLN EBIT i 110,5 mln PLN zysku netto. Wyniki ostatniego kwartału, chociaż naszym zdaniem trudne do powtórzenia uwiarygadniają naszą tegoroczną prognozę zysku netto na poziomie blisko 350 mln PLN. W 2010 przychody spółki wzrosły o 66% r/r głównie dzięki zwiększeniu wolumenu sprzedaży papieru z 963 tys. ton w 2009 do 1 298 tys. ton (+35%) oraz wzrostowi cen papieru (+19% z uwzględnieniem struktury asortymentowej sprzedaży). Za wzrost wolumenu produkcji odpowiada nowa maszyna papiernicza MP7, oddana do użytku we wrześniu 2009 (wzrost produkcji do 411 tys. ton z 110 tys. ton w 2009). Spółka nadal koncentruje się na wzroście efektywności MP7, której nominalne moce produkcyjne to 470 tys. ton rocznie. Łączne moce produkcyjne zainstalowane w Świeciu to ok. 1,35 mln ton (przy określonej gramaturze papieru), co oznacza, że w 2010 roku spółka wykorzystywała je aż w 97%. Przychody z produkcji i sprzedaży papieru stanowiły 91,9% łącznych przychodów.

Ceny CCM w Europie

W lutym ceny papieru do produkcji tektury falistej utrzymywały się na zbliżonym poziomie do stycznia lub rosły. Cena kraftlinera obniżyła się w ujęciu m/m o 0,4%, rosły natomiast ceny papierów makulaturowych: testlinera o 3,9% a flutingu o 4,9%. Dodatkowo pozytywnie na rentowność i przychody wpływa osłabienie (m/m) PLN w stosunku do EUR (-2,1%). W tym czasie ceny makulatury wyrażone w PLN rosły o 10,5%.

Budownictwo

Dynamika produkcji budowlano-montażowej w grudniu

Zgodnie z danymi GUS, dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła w styczniu 11,2% r/r i -69,2% m/m. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych, dynamika wyniosłaby 8,7% r/r i -3,1% m/m.

Budownictwo drogowe

NDI i SB Granit wycofują się z dużego kontraktu drogowego

Firmy NDI i SB Granit wypowiedziały umowę z GDDKiA, dotyczącą budowy odcinka autostrady A4 z Brzeska do Wierchosławic, liczącego 20,8 km. Wartość kontraktu to 622,5 mln PLN. Zgodnie z wypowiedzią rzecznika Dyrekcji, firmy tłumaczą, że GDDKiA nie wywiązywała się z zapisów kontraktu.

Budownictwo energetyczne

Dwie oferty cenowe złożone na budowę bloku w Siekierkach

Rzecznik Vattenfall Poland poinformował, że złożono dwie oferty cenowe na budowę bloku 480 MW w EC Siekierki w Warszawie. Vattenfall ma sześć tygodni na analizę ofert, po jej zakończeniu spółka zdecyduje, czy nowy blok w Warszawie powstanie.

Polimex i Hitachi mają najtańszą ofertę na Siekierki 100-150 mln EUR powyżej kosztorysu?

Gazeta Prawna, powołując się na nieoficjalne źródła, podaje, że oferty na budowę bloku w Siekierkach przekroczyły kosztorys inwestora (3,64 mld PLN brutto - tańsza z 2 ofert, kosztorys deklarowany w prasie: 600-650 mln EUR). Tańszą ofertę złożyło konsorcjum firm Polimex Mostostal i Hitachi. Droższa była oferta Rafako i Mostostalu Warszawa. Różnica między ofertami to 33 mln EUR, czyli 4,5% wartości oferty. Rzecznik Vattenfall Poland przyznaje, że spółka ma 6 tygodni na analizę ofert.

Zaproszenia do złożenia ostatecznej oferty na budowę bloku w Opolu

PGE ustaliło specyfikację techniczną planowanego bloku w Opolu i zaprosiło do złożenia ostatecznych ofert cenowych. Zaproszenia do złożenia ofert otrzymały wszystkie 3 konsorcja (Alstom; Rafako, Mostostal W-wa i Polimex; PBG i konsorcjanci). Termin składania ofert upływa 30 czerwca 2011 roku.

Budownictwo kolejowe

Decyduje się przyszłość inwestycji PKP PLK

Weryfikacji podlega możliwość PKP PLK do realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych. Wartość dofinansowania inwestycji (środki UE i rządowe) do realizacji do końca 2015 roku zostało ostatnio zredukowane z 27 mld PLN do 20 mld PLN (środki przesunięte na budowę dróg). Zewnętrzna firma weryfikuje rzeczywisty stan projektów z listy inwestycji PKP PLK. Resort Finansów rozmawia z Komisją Europejską w sprawie możliwego przesunięcia środków z kolei na transport miejski. Chodzi o dofinansowanie takich inwestycji, jak na przykład budowa II linii metra w Warszawie, budowa Szybkiej Kolei Miejskiej w Trójmieście, czy budowę dworca w Łodzi.

Zakończone studium wykonalności kolei wysokich prędkości

Firma IDOM zakończyła prace nad studium wykonalności kolei dużych prędkości w Polsce. Linia ma połączyć Warszawę, Łódź, Poznań i Wrocław. Koszt budowy kolei szybkich prędkości to 3-3,5 mld EUR. Prace mają być ukończone do końca 2020 roku.

Budownictwo publiczne

Wydatki inwestycyjne województw wzrosną o 2 mld PLN r/r

Zgodnie z doniesieniami prasowymi, wydatki inwestycyjne województw w 2011 roku mają wzrosnąć do 8,5 mld PLN, tzn. o 2 mld PLN r/r.

Energoinstal

Wybór oferty o wartości 233,4 mln PLN

KGHM wybrał ofertę konsorcjum z udziałem Energoinstalu (lider), Elektrobudowa (partner), Budus (partner) na budowę bloków gazowo-parowych w EC Głogów i EC Polkowice. Zadanie będzie zrealizowane do końca 2012 roku. Wartość oferty to 233,4 mln PLN, z czego na Elektrobudowę przypada 109,2 mln PLN (nie wiemy, czy jest to kwota netto, czy brutto, 109,2 mln PLN to około 15,3% prognozowanych na rok 2011 przychodów Elektrobudowy). Energoinstal może liczyć na prace o wartości około 70 mln PLN (34% przychodów spółki w 2009 roku).

Szansa na kontrakt wart 300 mln PLN

Prezes Energoinstalu przyznaje, że spółka jest bardzo bliska zdobycia podobnego zlecenia do złożonej oferty na budowę bloków gazowo-parowych dla KGHM. Wartość potencjalnego kontraktu to aż 300 mln PLN. Do podpisania umowy może dojść według zarządu w tym półroczu. Spółka wysoko ocenia swe szanse w realizacji prac związanych z budową spalarni odpadów w Polsce. W grę wchodzi prace za ponad pół miliarda złotych. Spółka nie ma na razie możliwości, aby finansowo udźwignąć takie przedsięwzięcie, więc szuka partnera, który mógłby zapewnić odpowiednie gwarancje. W rachubę wchodzi instytucja finansowa lub duża spółka budowlana. Portfel zamówień Energoinstalu na rok 2011 ma wartość około 150 mln PLN. W Q4 2010 wynik spółki był zbliżony do zera, w Q1 2011 spodziewany jest wynik dodatni.

Mostostal Płock

Wyniki Mostostalu Płock w Q4 2010

Mostostal Płock wygenerował w Q4 2010: 25,4 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży, 1,3 mln PLN EBIT, -0,4 mln PLN zysku brutto przed opodatkowaniem i 2 mln PLN straty netto. Na wynikach zaważyła m.in. aktualizacja wartości inwestycji (1,9 mln PLN straty z działalności finansowej) i strata pozostałych jednostek konsolidowanych metodą praw własności (1,7 mln PLN).

W planach sprzedaż Centromostu

Mostostal Płock rozważa sprzedaż udziałów w stoczni Centromost holenderskiemu partnerowi biznesowemu (Mostostal posiada 50% udziałów w stoczni). Zarząd liczy, że transakcja zostanie sfinalizowana przed końcem kwartału. Na koniec 2010 roku udziały w stoczni w księgach Mostostalu miały zerową wartość. Mostostal Płock poinformował też o podpisaniu kontraktu z PKN Orlen za 5,9 mln PLN (4,2% zeszłorocznych przychodów).

Prochem

Kontrakt za 57,2 mln PLN

W nawiązaniu do umowy z lipca 2010, na podstawie ustalonego budżetu zadania inwestycyjnego, Prochem podpisał kontrakt z Ciech o wartości 57,2 mln PLN (38% możliwych do wygenerowania przychodów w 2011 roku). Realizacja prac zakończy się pod koniec roku 2011. Kontrakt dotyczy budowy instalacji produkcji epichlorohydryny z gliceryny.

Remak

Wyniki Q4 2010

W Q4 2010 Remak wygenerował 26,6 mln PLN przychodów, 2,8 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży, 1,1 mln PLN straty na sprzedaży, 0,3 mln PLN straty EBIT i 0,6 mln PLN straty netto. Nasze prognozy zakładały: 35 mln PLN przychodów, 3,5 mln PLN zysku brutto, 0,3 mln PLN zysku na sprzedaży, 0,2 mln PLN zysku EBIT i 0,3 mln PLN zysku netto. W komentarzu do wyników zarząd Remaku przyznaje, że rok 2010 był pod wpływem dużego spadku wielkości portfela zleceń. Portfel na rok 2011 i 2012 jest zapełniony w 90%, z czego portfel na rok 2011 – w 100%. Zarząd liczy na kolejne kontrakty.

Prezes o perspektywach 2011 roku

Portfel zamówień Remaku na rok 2011 jest zapełniony w 100%. Wstępne szacunki zarządu zakładają, że przychody w 2011 roku mogą zbliżyć się do 200 mln PLN. Raczej nie uda się jednak powtórzyć wyniku 2009 roku, gdy spółka wygenerowała 11,9 mln PLN zysku netto. Ten rok będzie trudny, jeśli chodzi o marżę. Nadal oczekuje się na duże przetargi, a konkurencja jest bardzo duża. Remak szansę widzi w działalności eksportowej. Chodzi m.in. zlecenia na naprawy w kilku elektrowniach w Niemczech i Holandii, wartość 2-3 mln EUR. Jeśli udałoby się je zdobyć, udział eksportu w przychodach sięgnąłby w 2011 roku 80%. Szansą są też podpisane umowy na prace w elektrowni Eemshaven w Holandii, wartość 275 mln PLN. Na realizacji prac Remak może zarobić kilkanaście mln PLN. Niestety, rozpoczęcie prac się opóźnia. Pierwotnie umowa przewidywała rozpoczęcie prac w lutym, obecnie mówi się o czerwcu lub lipcu.



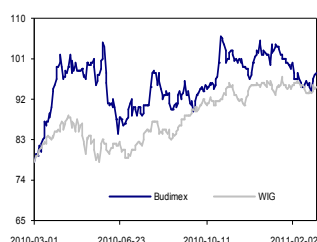
Budimex (Redukuj)

Cena bieżąca: 97,75 PLN Cena docelowa: 91,5 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-17

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	3 289,9	4 430,3	34,7%	4 929,3	11,3%	4 494,9	-8,8%	Liczba akcji (mln)	25,5
EBITDA	221,7	351,5	58,5%	260,7	-25,8%	271,2	4,0%	MC (cena bieżąca)	2 495,6
marża EBITDA	6,7%	7,9%		5,3%		6,0%		EV (cena bieżąca)	2 167,0
EBIT	200,5	331,3	65,2%	240,0	-27,5%	250,0	4,2%	Free float	35,3%
Zysk netto	173,7	267,6	54,1%	204,3	-23,6%	200,2	-2,0%		
P/E	14,4	9,3		12,2		12,5		Zmiana ceny: 1m	-2,3%
P/CE	12,8	8,7		11,1		11,3		Zmiana ceny: 6m	4,0%
P/BV	4,3	3,8		3,6		3,2		Zmiana ceny: 12m	23,0%
EV/EBITDA	7,5	4,8		8,3		9,1		Max (52 tyg.)	106,1
Dyid (%)	6,0	7,0		6,8		4,1		Min (52 tyg.)	79,5



Wstępne dane o wynikach Q4 2010 okazały się lepsze, niż przewidywał konsensus prognoz. Na podstawie wstępnych danych nie można się wiążąco wypowiedzieć na temat jakości wyników Budimexu. Sądzymy, że będzie ona dobra (nieznaczny wzrost salda zawiązanych rezerw). Oczekujemy również, że na koniec 2010 roku Budimex wygeneruje duży pozytywny cash flow operacyjny. Wynikać to będzie z zaliczek otrzymanych od GDDKiA na koniec roku, w celu realizacji budżetu instytucji na rok 2010. Po wstępnych danych za Q4 2010 Prezes zapowiedział również wypłatę ponad 75% zysku z roku 2010 w formie dywidendy (ponad 7,87 PLN/akcję). A więc wszystko jest dobrze ... na pierwszy rzut oka. Uważamy, że rok 2011 może być dla Budimexu zupełnie inny, niż rok 2010. „Poduszka bezpieczeństwa” starych kontraktów budowlanych została już wyczerpana. Aby wyniki 2011 roku były dobre, spółka musi rozwiązać część rezerw. Szacujemy, że co najmniej 1/3 przychodów 2011 roku powstanie w oparciu o kontrakty obecnie objęte rezerwami (rentowność sprowadzona do zera). Rozwiązania rezerw poprawiają zyski, ale nie zwiększają cash flow. Wykorzystanie rezerw pomniejszy cash flow. Nie liczymy na to, aby w 2010 roku GDDKiA skłonna była wypłacić wykonawcom zaliczki (efekt kumulacji b. dużych wydatków w 2011 roku). W efekcie, należy się liczyć z dużym spadkiem gotówki netto w Budimexie w 2011 roku. Prognozy wyników Budimexu tworzące konsensus są podobne na poziomie rachunku zysków i strat. Co odróżnia naszą prognozę od konsensusu – to konserwatywne prognozy bilansu i cash flow. Podtrzymujemy rekomendację redukcji.

Wstępne dane o wynikach Q4 2010: lepiej od konsensusu

Budimex zaprezentował wstępne dane o wynikach Q4 2010. Spółka wygenerowała 1269,6 mln PLN przychodów, 71,9 mln PLN EBIT 60,2 mln PLN zysku netto w samym Q4 2010. Naszą uwagę zwraca głównie EBIT, o 23,1% wyższy od konsensusu i zysk netto, przekraczający konsensus prognoz o 20%. Częściowo za lepsze wyniki odpowiadają wyższe przychody (+14,4% w porównaniu do konsensusu prognoz), częściowo zaś wyższe marże lub/i pozytywne zdarzenia jednorazowe. Opublikowane dane nie są wystarczające, aby stwierdzić, w jakim stopniu na wynik wpłynęła zmiana salda rezerw i pozostałe koszty i przychody operacyjne. Dane nie uwzględniają też bardzo istotnego dla nas zysku brutto na sprzedaży. Pełna struktura wyników zostanie przez spółkę zaprezentowana w raporcie rocznym, publikowanym 21 marca b.r. Zakładamy, że struktura wyników na poziomie operacyjnym będzie dobra (niewielki wzrost salda rezerw, nie zakładamy dużych pozostałych przychodów operacyjnych). Oczekujemy pozytywnego cash flow w Q4 2010, wpływ na to w przeważającej części będą miały zaliczki wypłacone przez GDDKiA. Z uwagi na duży wzrost wydatków na budowę dróg w 2011 roku, oraz na napiętą sytuację budżetową, zaliczki te mogą nie pojawić się już w roku 2011.

Prezes o wynikach 2011 roku i Q1 2011

Prezes zapowiada, że w 2011 roku przychody Budimexu znacznie wzrosną, spadnie jednak rentowność. Trudno będzie powtórzyć wynik netto z roku 2010. Spadek wyniku netto będzie wynikać ze spadku udziału działalności deweloperskiej w przychodach. Marża z działalności budowlanej ma być porównywalna r/r. Styczeń był dla spółki dobry, Prezes Budimexu oczekuje, że Q1 2011 może być dla firmy lepszy r/r.

Plany rozwoju w obliczu spadku wydatków na drogi

Prezes Budimexu uważa, że rok 2011 będzie jeszcze udany, ale rok 2012 będzie trudniejszy. Spadają zamówienia w branży drogowej, miasta wstrzymują inwestycje z powodu zadłużenia, a kontrakty energetyczne się opóźniają. W efekcie, Budimex będzie dążył do rozwoju w nowych segmentach działalności. Budimex podtrzymuje zainteresowanie przejęciem PNI i realizacją dużych zleceń kolejowych. Na oku Budimex ma też 2-3 inne spółki kolejowe. Wraz z Ferrovialem Budimex zakłada firmę Cespa, która zajmować się ma sprzątaniem ulic i

wywożeniem odpadów w największych miastach. W rachubę wchodzi też rynek bieżącego utrzymania dróg. Budimex realizuje już 5 podobnych małych kontraktów. W 2012 roku prawdopodobne jest też wyjście Budimexu za granicę. Chodzi o akwizycje dużego podmiotu w krajach takich jak Bułgaria i Rumunia oraz ewentualnie Rosja lub Ukraina. Przejęcie jest lepszą wyjścia niż rozwój organiczny na rykach zachodnich. Obecne analizy w tej kwestii nie są jednak zbyt zaawansowane, nie ma więc mowy o konkretnych rozmowach lub znajomości rynków zagranicznych. Na razie spółka zatrudniła bank inwestycyjny, który ma poszukiwać kandydatów do przejęcia.

Zapowiedź dużej dywidendy

Prezes zapowiedział, że zarząd Budimexu będzie rekomendował wypłatę dużej dywidendy z zysku za rok 2010. Dywidenda ma wynieść ponad 75% zysku z roku ubiegłego (ponad 7,87 PLN/akcję).

Wybór oferty za 379,1 mln PLN

PKP PLK wybrała ofertę konsorcjum z udziałem Budimexu na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Ława. Wartość kontraktu to 758,3 mln PLN, z czego udział Budimexu sięga 379,1 mln PLN (7,7% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011). W kontrakcie uczestniczyć też będą firmy Tchas Polska i Eiffage Budownictwo Mitex. Czas realizacji prac to 30 miesięcy.

Wybór oferty za 536 mln PLN

GDDKiA wybrała ofertę Budimexu na zaprojektowanie i budowę obwodnicy Augustowa. Wartość oferty to 536,0 mln PLN, czyli 10,9% prognozowanych przychodów Budimexu na rok 2011. Termin realizacji prac to 42 miesiące. Oferty konkurentów były istotnie wyższe (Autostrada Wschodnia,... - 577,0 mln PLN, FCC Construcción i Erbud – 696,6 mln PLN, itd.).

Kontrakt za 64,4 mln PLN

Budimex podpisał umowę z firmą Toya na budowę budynku hotelowo-biurowego. Wartość umowy to 64,4 mln PLN (1,3% prognozowanych przychodów na rok 2010). Realizacja prac potrwa 23 miesiące.

Wybór oferty za 50,9 mln PLN

Spółka Kujawsko – Pomorskie Inwestycje Medyczne wybrała ofertę konsorcjum z udziałem Budimexu na przebudowę i rozbudowę szpitala w Bydgoszczy. Wartość kontraktu to 98,4 mln PLN, z czego udział Budimexu to 50,9 mln PLN (1% prognozowanych przychodów na rok 2011). Realizacja prac potrwa 26 miesięcy.

Kontrakt za 21,1 mln PLN

Z suplementu do Dziennika Urzędowego UE wynika, że Budimex zdobył kontrakt na rozbudowę Akademii Muzycznej we Wrocławiu. Wartość kontraktu to 21,1 mln PLN (0,4% przychodów prognozowanych na rok 2011).

Pozytywny wyrok sądu, 6,9 mln PLN odszkodowania

Budimex poinformował, że na skutek drogi sądowej, prawomocnie rozstrzygnięto część postępowania o wypłatę przez Gminę Miejską Kraków odszkodowania Budimexowi w wysokości 6,9 mln PLN. Pozostała część oczekiwanego przez Budimex odszkodowania (łącznie 20,7 mln PLN) będzie przedmiotem kolejnej rozprawy przed Sądem Okręgowym w Krakowie.



Elektrobudowa (Akumuluj)

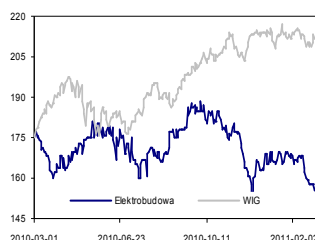
Cena bieżąca: 158 PLN

Cena docelowa: 178,6 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	700,9	715,1	2,0%	762,5	6,6%	847,1	11,1%	Liczba akcji (mln)	4,7
EBITDA	123,5	67,5	-45,3%	74,0	9,6%	82,3	11,2%	MC (cena bieżąca)	750,1
marża EBITDA	17,6%	9,4%		9,7%		9,7%		EV (cena bieżąca)	634,0
EBIT	69,0	56,5	-18,0%	62,1	9,8%	69,7	12,3%	Free float	45,1%
Zysk netto	54,5	47,6	-12,6%	56,4	18,5%	63,1	11,8%		
P/E	13,8	15,7		13,3		11,9		Zmiana ceny: 1m	-6,0%
P/CE	6,9	12,8		11,0		9,9		Zmiana ceny: 6m	-11,2%
P/BV	2,6	2,3		2,1		1,9		Zmiana ceny: 12m	-10,1%
EV/EBITDA	8,4	9,7		8,6		7,4		Max (52 tyg.)	188,4
Dyid (%)	2,0	2,2		2,3		2,5		Min (52 tyg.)	155,0



Inwestycje w budowę nowych bloków energetycznych wpłyną na wyniki Elektrobudowy dopiero w 2013/2014 roku. W międzyczasie, kierunki rozwoju to: eksport, OZE i sieci energetyczne. Rynek inwestycji PSE (sieci i stacje energetyczne) w najbliższych latach się podwoi. Obecnie ekspozycja na inwestycje PSE ma niewielki udział w przychodach (około 5%). Wydatki na budowę bloków biomasowych w ciągu 2 lat mogą wynieść około 2 mld PLN. W ramach produkcji rozdzielnic, odpowiadającej nawet za 30% wyniku spółki, ryzykiem jest spadek przychodów w kraju. Spadek przychodów w kraju będzie kompensowany rozwojem działalności eksportowej. Pozycja Elektrobudowy w ramach produkcji rozdzielnic primary distribution jest nadal bardzo silna. Premia w notowaniach Elektrobudowy na tle branży spadła do około 3%. Uważamy, że premia ta jest uzasadniona. Spółka ma pomysły na rozwój i silną pozycję rynkową, nie obawiamy się w efekcie o wyniki finansowe lat kolejnych. Podwyższamy rekomendację inwestycyjną do akumuluj.

Budżet Elektrobudowy na rok 2011

Zarząd Elektrobudowy prognozuje na rok 2011 na poziomie skonsolidowanym 793,5 mln PLN przychodów i 48,6 mln PLN zysku netto. Na poziomie jednostkowym zarząd oczekuje 748,1 mln PLN przychodów i 44,9 mln PLN zysku netto. Prezes w komentarzu do prognozy przyznaje, że oczekiwania zarządu nie uwzględniają kilku przetargów wartych łącznie kilkaset mln PLN. Gdyby część z nich udało się wygrać, możliwe byłoby wygenerowanie ponad 1 mld PLN przychodów w roku 2012. Na razie, przed nadejściem zleceń w polskich elektrowniach, Prezes nie wierzy w bardzo wysokie marże. W przypadku budowy elektrowni jądrowej w kraju, Elektrobudowa mogłaby liczyć na zlecenia warte nawet 300-400 mln EUR.

Wybór oferty o wartości 233,4 mln PLN

KGHM wybrał ofertę konsorcjum z udziałem Energoinstal (lider), Elektrobudowa (partner), Budus (partner) na budowę bloków gazowo-parowych w EC Głogów i EC Polkowice. Zadanie będzie zrealizowane do końca 2012 roku. Wartość oferty to 233,4 mln PLN, z czego na Elektrobudowę przypada 109,2 mln PLN (nie wiemy, czy jest to kwota netto, czy brutto, 109,2 mln PLN to około 15,3% prognozowanych na rok 2011 przychodów Elektrobudowy). Energoinstal może liczyć na prace o wartości około 70 mln PLN (34% przychodów spółki w 2009 roku).

Kontrakt na 45,4 mln PLN

Elektrobudowa podpisała umowę z firmą Okraglak Development na przebudowę domu towarowego w Poznaniu. Wartość umowy to 11,6 mln EUR, czyli 45,4 mln PLN (6% prognozowanych na rok 2011 przychodów Elektrobudowy). Realizacja zakończy się 30 marca 2012 roku.



Erbud (Trzymaj)

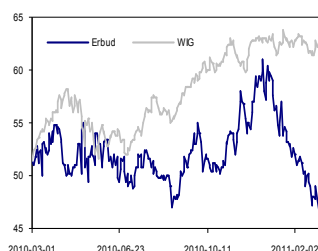
Cena bieżąca: 46,9 PLN

Cena docelowa: 48,7 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-02

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	954,6	1 108,1	16,1%	1 340,6	21,0%	1 362,6	1,6%	Liczba akcji (mIn)	12,6
EBITDA	68,3	33,0	-51,7%	62,7	90,0%	68,3	8,9%	MC (cena bieżąca)	589,6
marża EBITDA	7,2%	3,0%		4,7%		5,0%		EV (cena bieżąca)	495,4
EBIT	60,5	24,9	-58,8%	54,5	118,9%	60,0	10,0%	Free float	27,5%
Zysk netto	41,7	15,2	-63,5%	46,8	207,8%	51,7	10,5%		
P/E	14,2	38,8		12,6		11,4		Zmiana ceny: 1m	-9,8%
P/CE	11,9	25,3		10,7		9,8		Zmiana ceny: 6m	-6,2%
P/BV	2,5	2,4		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	-9,5%
EV/EBITDA	6,6	14,5		7,9		7,0		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	0,3	1,1		0,5		1,6		Min (52 tyg.)	46,9



Wyniki Erbudu za Q4 2010 są dla nas negatywnym zaskoczeniem. Spółka zaprezentowała bardzo niską marżę brutto na sprzedaży (wynik skonsolidowany: 3,2%, prognoza: 7,2%). Wynik netto i EBIT był ujemny. Zwracamy uwagę głównie na słaby wynik segmentu generalnego wykonawstwa w kraju. Zakładaliśmy, że marża w segmencie wyniesie 7,1%, w kosztach własnych sprzedaży uwzględnialiśmy jednak rezerwę związaną z realizacją kontraktu na budowę kompleksu Angel City (7 mln PLN). Bez uwzględnienia rezerwy, oczekiwaliśmy marży brutto na poziomie 10,1%. Tymczasem, rentowność brutto na sprzedaży w segmencie wyniosła 5,7%. Poziom rentowności generalnego wykonawstwa w kraju ma dla nas duże znaczenie, gdyż dotyczy długich kontraktów, które będą miały także wpływ na wynik roku 2011. Obniżamy naszą prognozę marży EBIT w 2011 roku w segmencie generalnego wykonawstwa w kraju z 5,8% do 4,3%. Marża EBIT na poziomie 4,3% i tak będzie znacznie wyższa, niż poziom rentowności, jaki zaprezentują porównywalne spółki. Dobry wynik w segmencie Erbud zawdzięczać będzie realizacji kontraktu na budowę przejścia granicznego w Budomierzu, który powinien ponadprzeciętną rentowność. Obniżamy także prognozy rentowności w ramach działalności eksportowej, podnosimy zaś prognozy wyników działalności deweloperskiej. Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Wyniki Q4 2010: duże zaskoczenie negatywne, strata netto, strata EBIT

Wyniki Erbudu za Q4 2010 są dla nas dużym negatywnym zaskoczeniem. Spółka zaprezentowała bardzo niską marżę brutto na sprzedaży (wynik skonsolidowany: 3,2%, prognoza: 7,2%). Spółka wygenerowała stratę EBIT i stratę netto. Oczekiwaliśmy 8 mln PLN zysku na sprzedaży na poziomie skonsolidowanym oraz dodatniego EBIT i zysku netto. Częściowo słabe wyniki tłumaczy rezerwa na kontrakt mieszkaniowy, tzw. Angel City (pozostałe koszty operacyjne ~ 7 mln PLN) i ostrzeżenie o wynikach spółek zależnych, opublikowane 19 lutego. W stosunku do naszych prognoz, segment drogowy i konstrukcji stalowych obniżył wynik Erbudu o 7,8 mln PLN. Za pozostałą część różnicy odpowiadają jednak inne czynniki, takie jak m.in. słaby wynik generalnego wykonawstwa w kraju (marża: 5,7%, prognoza: 7,1%, bez rezerwy na Angel City wliczonej przez nas niesłusznie do kosztów własnych sprzedaży: 10,1%). Zakładaliśmy, że generalne wykonawstwo w kraju w Q4 2010 wygeneruje dobry wynik. Jedynym pozytywnym aspektem wyników Q4 2010 jest duży dodatni cash flow operacyjny (+62,7 mln PLN). Koszty ogólne wyniosły 14,4 mln PLN (prognoza: 14,0 mln PLN). Strata na sprzedaży wyniosła 5,8 mln PLN (prognoza: zysk na sprzedaży = 8,0 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 9,3 mln PLN (z tego 7 mln PLN to rezerwa związana z realizacją kontraktu na budowę budynku Angel City). Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 0,3 mln PLN (prognoza: 0,1 mln PLN).

2011: wzrost przychodów i marża EBIT > 3%

Portfel zamówień na rok 2011 sięga 1,1 mld PLN. Rok temu o tej porze było to 860 mln PLN. W efekcie, bardzo prawdopodobny jest wzrost przychodów r/r. Marża EBIT ma wzrosnąć powyżej 3%, czyli średniej dla sektora budowlanego. Całość portfela zleceń ma wartość 1,36 mld PLN. W najbliższych miesiącach Erbud może podpisać kontrakty za 300-400 mln PLN, z czego 1/3 może być zrealizowana w 2011 roku. Erbud rozważa zamknięcie zakładu konstrukcji stalowych – produkcja jest stopniowo wygaszana, jednak ostateczna decyzja jeszcze nie zapadła.



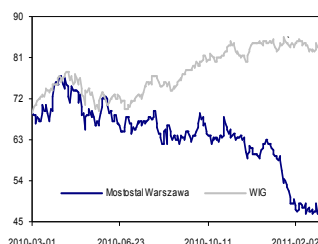
Mostostal Warszawa (Kupuj)

Cena bieżąca: 47,95 PLN Cena docelowa: 59,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-11

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 712,1	2 615,7	-3,6%	2 770,5	5,9%	2 666,5	-3,8%	Liczba akcji (mIn)	20,0
EBITDA	209,1	114,0	-45,5%	106,5	-6,6%	133,1	25,0%	MC (cena bieżąca)	959,0
marża EBITDA	7,7%	4,4%		3,8%		5,0%		EV (cena bieżąca)	758,8
EBIT	181,2	77,9	-57,0%	69,4	-10,9%	95,1	37,0%	Free float	29,9%
Zysk netto	117,3	60,9	-48,1%	57,9	-5,0%	78,5	35,5%		
P/E	8,2	15,7		16,6		12,2		Zmiana ceny: 1m	-1,6%
P/CE	6,6	9,9		10,1		8,2		Zmiana ceny: 6m	-24,5%
P/BV	2,0	1,9		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-27,9%
EV/EBITDA	3,3	6,7		7,1		5,5		Max (52 tyg.)	77,0
Dyid (%)	0,6	3,7		3,2		3,0		Min (52 tyg.)	46,9



Kurs Mostostalu Warszawa doświadczył mocnych spadków, z uwagi na oczekiwania dotyczące słabych wyników w Q4 2010. Poprawa nadejdzie dopiero w 2012 roku. Mimo to, uważamy, że wycena spółki jest niska i pozostawia potencjał do wzrostu notowań. Mostostal Warszawa notowany jest obecnie przy $EV/S = 0,3$. Jest to silne wsparcie dla kursu. $EV/S = 0,3$ oznacza dyskontowanie marży netto = 2,5% i $P/E = 12$. Oczekiwania te są konserwatywne, gdyż obecnie spółki pozyskują kontrakty z oczekiwaną marżą 3-4% EBIT. Mostostal ma też atrakcyjne perspektywy wzrostu w segmencie energetycznym. Grupa posiada silną bazę podwykonawczą i uczestniczy w praktycznie wszystkich dużych przetargach. Sukcesy w przetargach mogą istotnie wpływać na wyniki i postrzeganie spółki. Przykładowo, zdobycie kontraktu na budowę bloków w Opolu oznaczałoby wzrost portfela zamówień Mostostalu o 3 mld PLN. Obecnie cały portfel zleceń Grupy ma wartość około 3,5 mld PLN. Mostostal stosuje konserwatywną politykę księgową. Przykładowo, spółka zakłada większe wzrosty kosztów budowy, niż konkurenci. Oferuje to akcjonariuszom duży poziom bezpieczeństwa i rodzi nadzieje na zaskoczenia pozytywne. Pozostajemy konserwatywni w prognozach. Zakładamy jedynie 2,77 mld PLN przychodów w 2011 roku, mimo to, że portfel zleceń na ten rok jest zapełniony w ponad 90%. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Mostostalu Płock w Q4 2010

Mostostal Płock wygenerował w Q4 2010: 25,4 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN zysku brutto na sprzedaży, 1,3 mln PLN EBIT, -0,4 mln PLN zysku brutto przed opodatkowaniem i 2 mln PLN straty netto. Na wynikach zaważyła m.in. aktualizacja wartości inwestycji (1,9 mln PLN straty z działalności finansowej) i strata pozostałych jednostek konsolidowanych metodą praw własności (1,7 mln PLN).

Wyniki Remaku w Q4 2010

W Q4 2010 Remak wygenerował 26,6 mln PLN przychodów, 2,8 mln PLN zysku brutto ze sprzedaży, 1,1 mln PLN straty na sprzedaży, 0,3 mln PLN straty EBIT i 0,6 mln PLN straty netto. Nasze prognozy zakładały: 35 mln PLN przychodów, 3,5 mln PLN zysku brutto, 0,3 mln PLN zysku na sprzedaży, 0,2 mln PLN zysku EBIT i 0,3 mln PLN zysku netto. W komentarzu do wyników zarząd Remaku przyznaje, że rok 2010 był pod wpływem dużego spadku wielkości portfela zleceń. Portfel na rok 2011 i 2012 jest zapełniony w 90%, z czego portfel na rok 2011 – w 93%. Zarząd liczy na kolejne kontrakty.

Kontrakt za 51 mln PLN

Mostostal Warszawa w konsorcjum z Acciona Infraestructuras zawarł umowę z Dyrekcją Rozbudowy Miasta Gdańska na rozbudowę infrastruktury komunikacyjnej, w tym m.in. budowę tuneli. Wartość umowy to 51 mln PLN, czyli 1,9% prognozowanych przychodów Mostostalu na rok 2011. Realizacja prac budowlanych zakończy się 21 grudnia 2012 roku.

Rezygnacja 2 Członków Zarządu

Z pełnienia funkcji zrezygnowało 2 Członków Zarządu – p. Owczarski, Wiceprezes ds. Rozwoju Infrastruktury oraz p. Binkiewicz, Wiceprezes ds. Rozwoju Budownictwa.



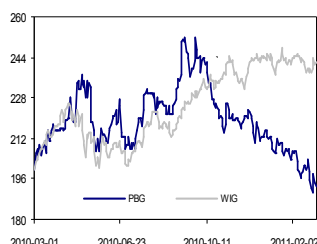
PBG (Redukuj)

Cena bieżąca: 193,4 PLN Cena docelowa: 194 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 578,0	2 815,4	9,2%	3 923,6	39,4%	4 501,4	14,7%	Liczba akcji (mIn)	14,3
EBITDA	338,7	336,9	-0,5%	330,8	-1,8%	339,5	2,6%	MC (cena bieżąca)	2 764,7
marża EBITDA	13,1%	12,0%		8,4%		7,5%		EV (cena bieżąca)	2 961,7
EBIT	286,5	286,5	0,0%	280,1	-2,2%	288,6	3,0%	Free float	39,8%
Zysk netto	210,6	220,3	4,6%	221,2	0,4%	228,3	3,2%		
P/E	13,1	12,6		12,5		12,1		Zmiana ceny: 1m	-6,5%
P/CE	10,5	10,2		10,2		9,9		Zmiana ceny: 6m	-17,5%
P/BV	2,0	1,8		1,6		1,5		Zmiana ceny: 12m	-5,8%
EV/EBITDA	10,2	9,2		9,0		8,3		Max (52 tyg.)	252,0
Dyid (%)	0,0	1,6		1,6		2,5		Min (52 tyg.)	190,4



Ryzyka związane z utrzymaniem poziomu marż pozostają aktualne. W kontekście lat przyszłych, nie przywiązywaliśmy się do poziomu ponad 200 mln PLN zysku netto rocznie. PBG jest spółką późno-cykliczną. Z uwagi na dużą konkurencję, na rynku nie ma obecnie możliwości pozyskania kontraktów, których rentowność byłaby zbliżona do rentowności kontraktów podpisanych w 2008 roku z PGNiG. Kontrakty te przestaną oddziaływać na wyniki PBG w 2012 roku. PBG ma szansę na wzrost wyników z działalności deweloperskiej, rynek jednak jest skłonny wyceniać spółki deweloperskie po 5-9 P/E 2012. Bardziej atrakcyjne wydają nam się dla PBG perspektywy przetargów energetycznych, hydrotechnicznych i ekologicznych. Przetargi na budowę spalarni, elektrowni i obiektów hydrotechnicznych opóźniły się o ponad pół roku. Pozyskanie tych kontraktów uwzględniliśmy w prognozach. Istnieje jednak szansa, że część z tych przetargów rozstrzygniętych zostanie w połowie 2011 roku. I tu jednak konkurencja jest duża. Przykładowo, z wyjątkiem inwestycji PGNiG, Mostostal Warszawa stara się o dokładnie te same zlecenia, co PBG. Wycena Mostostalu Warszawa jest znacznie bardziej atrakcyjna (EV/S 2012 < 0,3 dla Mostostalu). Dla PBG, po transakcji z OHL, EV/S 2012 > 1,3. Pomimo osiągnięcia naszej ceny docelowej, podtrzymujemy rekomendację redukuj. W najbliższym czasie przedstawimy zaktualizowane prognozy wyników i wycenę.

Zmniejszenie wartości umowy na budowę terminala LNG

Polskie LNG, inwestor terminala gazowego w Świnoujściu, odstąpił od budowy instalacji ORV (instalacji regazyfikacji wykorzystującej ciepło wody morskiej). W efekcie, wartość kontraktu na budowę terminala LNG spadła o 206,1 mln PLN netto.

PBG Dom rozważa zakup dużego dewelopera

Rzecznik PBG przyznał, że spółka zależna, PBG Dom, rozważa zakup dużego dewelopera. Więcej będzie można powiedzieć po zakończeniu due diligence spółki. PBG Dom zamierza również zająć się operatorstwem hoteli. Firma podpisała umowę franczyzową na otwarcie w Świnoujściu hotelu marki Hilton. Koszt budowy to 20 mln PLN, hotel na 100 pokoi zostanie otwarty w 2011 roku.



Polimex Mostostal (Akumuluj)

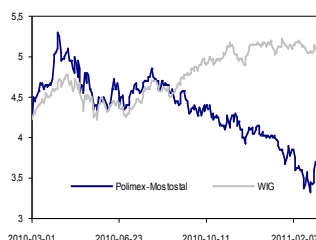
Cena bieżąca: 3,71 PLN

Cena docelowa: 4,03 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	4 836,7	4 164,8	-13,9%	5 125,5	23,1%	5 195,1	1,4%	Liczba akcji (mln)	521,7
EBITDA	343,6	308,1	-10,3%	326,0	5,8%	356,2	9,3%	MC (cena bieżąca)	1 935,5
marża EBITDA	7,1%	7,4%		6,4%		6,9%		EV (cena bieżąca)	2 444,1
EBIT	264,9	219,0	-17,4%	206,0	-5,9%	235,6	14,4%	Free float	64,3%
Zysk netto	156,4	112,7	-27,9%	142,8	26,7%	184,4	29,1%		
P/E	11,0	15,3		13,6		10,5		Zmiana ceny: 1m	-3,9%
P/CE	7,3	8,5		7,4		6,3		Zmiana ceny: 6m	-15,7%
P/BV	1,4	1,2		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	-17,0%
EV/EBITDA	6,3	7,2		7,5		6,5		Max (52 tyg.)	5,3
Dyid (%)	0,3	1,1		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,3



Wycena Polimexu Mostostalu istotnie spadła od początku roku, w antycypacji słabych wyników finansowych. Wyniki Q4 2010 na poziomie operacyjnym okazały się nieznacznie wyższe od naszych oczekiwań. Polimex na tle sektora budowlanego jest podmiotem średnio-cyklicznym. Rok 2011 powinien przynieść poprawę wyników w segmencie produkcji, chemii i energetyki. Oczekujemy 29,3% dynamiki zysku netto w 2011 roku i podobnego wzrostu w 2012 roku. W roku 2010 wyniki Polimexu obciążała duża strata spółki zależnej Coifer (ponad 20 mln PLN) oraz straty w segmencie produkcji innych spółek zależnych. W 2011 roku czynniki te nie wystąpią. Sytuacja w segmencie produkcji ulega poprawie, w zakładzie siedleckim wolumeny wykorzystanej stali wzrosną w Q1 q/q o ponad 10%. Dynamiczny wzrost cen stali jedynie w krótkim okresie może hamować wzrost marż w segmencie produkcji. Liczymy, że na wynik 2011 roku pozytywnie wpłynie rozpoznanie ulg podatkowych z tytułu inwestycji w SSE. Polimex ma łącznie 100 mln PLN ulg podatkowych do rozpoznania (z tego 22,8 mln PLN w 2011 roku). Spółce udało się również zakontraktować większość podwykonawców w ramach budowy odcinka drogi S69. Kontrakt ten budził nasze obawy, gdyż zaoferowana przez Polimex ceną była znacznie niższa, niż oferty konkurentów. Od 2013 roku na wyniki Polimexu będą wpływać duże inwestycje sektora energetycznego, co powinno pozwolić na powrót marży EBIT do poziomu 5%. Z uwagi na wzrost ceny rynkowej Polimexu, obniżamy rekomendację inwestycyjną do akumuluj.

Wyniki Q4 2010

Polimex Mostostal zaprezentował wyniki za Q4 2010. Wyniki są nieznacznie wyższe od naszych prognoz, ale istotnie lepsze od konsensusu (+15,6% na poziomie EBIT i +17,9% na poziomie zysku netto). Teza o możliwym zaskoczeniu pozytywnym jakością wyników nie potwierdziła się. Marża brutto w Q4 2010 wyniosła aż 12,2% (prognoza: 10%), z uwagi na odwrócenie strat spółki zależnej Coifer w wysokości 20,4 mln PLN. Straty te rozpoznane zostały w 3 kwartałach 2010 roku. Obecnie, straty zostały przyporządkowane poprzednim okresom, głównie rokowi 2008. Kwota 20,4 mln PLN znajduje się w sprawozdaniu ze zmian w kapitałach własnych za rok 2009, w pozycji „korekta błędu podstawowego”. Nie uwzględniając zdarzenia jednorazowego, marża brutto w Q4 2010 wyniosłaby 10,5%. Warto również zwrócić uwagę na zmianę salda rezerw na kontrakty, straty i naprawy gwarancyjne - wyniosło one +9,5 mln PLN. Skorygowana o efekt rezerw marża brutto na sprzedaży to 11,2%. Jest to wynik dobry, ale nie aż tak pozytywnie zaskakujący, jak wstępnie mogło się wydawać. Uwagę zwraca także duży dodatni cash flow (+366 mln PLN, zaliczki od GDDKiA, one-off) oraz niska amortyzacja (16,7 mln PLN, tak niska amortyzacja to efekt przeglądu aktywów, dokonanego w spółce). Podsumowując, gdyby nie zdarzenia związane z korektą księgową wyników Coifer, Polimex w Q4 2010 wygenerowałby około 36,2 mln PLN zysku netto.

Cele na rok 2011

Prezes Jaskółka oczekuje, że rok 2011 będzie lepszy od roku 2010. Budżet Polimexu zakłada, że w 2011 roku uda się wygenerować wzrost przychodów r/r i osiągnąć marżę netto na poziomie ponad 3%. Polimex może też wypłacić dywidendę w wysokości 4 groszy na akcję. Prezes przyznaje, że spółka złożyła ofertę na budowę bloku w Siekierkach, o wartości 3,64 mld PLN brutto, z czego 1/3 to udział Polimexu (1,2 mld PLN brutto). Spółka ma nadzieję, że mimo oczekiwanej zmiany właściciela aktywów warszawskich, projekt będzie realizowany. Nie można naturalnie wykluczyć rozpisania nowego przetargu. Rentowności kontraktów są na dobrym poziomie i powinny one pozytywnie wpływać na wyniki spółki. Na kontrakcie na A4 Polimex rozmawia z GDDKiA o zmianie warunków kontraktu, m.in. podwyższeniu ceny za wykonanie prac (Rzeszów – Jarosław, 918 mln PLN przychodów dla Polimexu). Firma bada możliwości rozwoju na rynkach zagranicznych. Realizuje już kontrakty energetyczne w Niemczech. Spółkę interesuje program rozbudowy i modernizacji kolei w Norwegii wart nawet 1 mld EUR. Polimex złożył już pierwsze oferty. Spółka zdobyła również 3 kontrakty na Białorusi w segmencie



energetycznym i kubaturowym. Firmę interesuje także rynek ukraiński, Arabii Saudyjskiej i Libii.

Kontrakt za 124,5 mln PLN

Torpol, wraz z partnerami konsorcjalnymi, podpisał kontrakt z PKP PLK na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Mława. Wartość kontraktu to 397,7 mln PLN, z czego na Torpol, spółkę zależną Polimexu, przypada 124,5 mln PLN (2,4% prognozowanych na rok 2011 przychodów Polimexu). Czas prac to 24 miesiące.

Prezes: informacja o możliwych 200 dniach opóźnień na A4 nie jest prawdziwa

Pojawiły się informacje, że harmonogram GDDKiA prac nad budową odcinka A4 może spowodować, że realizujące kontrakt konsorcjum Polimex i Doprastav nie zrealizuje prac w terminie. Mowa była o możliwych ponad 200 dniach opóźnień. Prezes Jaskóła dementuje te informacje. Wykonawca ma obecnie maksymalnie 2-miesięczne opóźnienie. Prezes przyznaje też, że do jesieni wykonawca i GDDKiA będą robić wszystko, aby prowadzić normalne prace budowlane. Na jesieni strony usiądą do stołu i zweryfikują termin zakończenia prac. Według nieoficjalnych źródeł, prowadzona jest gra negocjacyjna. Rząd straszy karami za nieprzestrzeganie terminów, a wykonawca zgłasza wnioski o akceptację prac dodatkowych za dodatkowym wynagrodzeniem.



Rafako (Akumuluj)

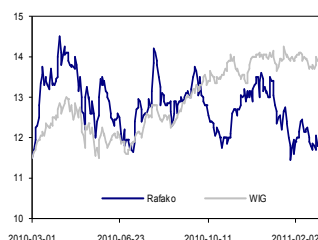
Cena bieżąca: 11,8 PLN

Cena docelowa: 13,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-01

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 135,6	17,8%	1 418,2	24,9%	1 460,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	64,6	-4,3%	77,5	20,0%	79,9	3,1%	MC (cena bieżąca)	821,3
marża EBITDA	7,0%	5,7%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	632,6
EBIT	53,9	52,7	-2,2%	63,7	20,9%	65,6	3,0%	Free float	18,5%
Zysk netto	37,7	40,1	6,2%	56,3	40,4%	61,1	8,6%		
P/E	21,8	20,5		14,6		13,4		Zmiana ceny: 1m	-1,0%
P/CE	16,0	15,8		11,7		10,9		Zmiana ceny: 6m	-8,6%
P/BV	2,3	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	-3,7%
EV/EBITDA	8,7	10,4		8,2		7,5		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	2,5		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	11,4



Rafako pozostaje naszym zdaniem jedną z najlepszych ekspozycji na inwestycje w budowę nowych bloków energetycznych w Polsce. Przetargi rozstrzygną się później, niż zakładano na początku 2010 roku, niemniej, inwestycje związane są z cyklem odtworzeniowym mocy wytwórczych w polskiej energetyce muszą zostać zrealizowane. Pierwszym rozstrzygniętym przetargiem będzie prawdopodobnie kontrakt na budowę bloku w Opolu. Zakładamy, że wykonawca inwestycji wartę 9,9 mld PLN zostanie wybrany w H2 2011. Pozostałe duże zlecenia (Turów, Kozienice, Jaworzno) mogą być rozstrzygnięte w 2012 roku. Duże kontrakty energetyczne najwcześniej pojawią się w wynikach spółek w 2013 roku - stąd premia na wskaźnikach wyceny Rafako na rok 2012. Pozyskanie jednego dużego zlecenia uwzględniamy w prognozach, co generuje dużą dynamikę przychodów Rafako w 2013 roku. Rafako planuje również akwizycję PAK i kopalni. Akcje konkurentów PAK, PGE i Tauronu, postrzegamy jako niedowartościowane. Pod warunkiem, że wycena przejmowanych aktywów nie odbiegałaby od wyceny giełdowych spółek, transakcja mogłaby budować wartość dla Rafako. Marginesem bezpieczeństwa dla Rafako pozostaje duża wartość zawiązanych rezerw (ponad 165 mld PLN na ryzyka związane z kontraktami). Część rezerw mogłoby zostać rozwiązane, co pozytywnie wpływałoby na wyniki 2011 i 2012 (nie uwzględniamy tego w prognozach). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Niekorzystny wyrok KIO w sprawie potencjalnego kontraktu

Krajowa Izba Odwoławcza nakazała spółce Energa Kogeneracja unieważnienie czynności wyboru oferty Rafako na budowę bloku na biomasę w Elblągu i powtórzenie czynności oceny ofert złożonych w postępowaniu. Komunikat o wyborze przez Energa oferty Rafako wartę 191,8 mln PLN został opublikowany w styczniu 2011 roku. 191,8 mln PLN to 13,5% prognozowanych przychodów Rafako na rok 2011.



Trakcja Polska (Trzymaj)

Cena bieżąca: 3,5 PLN

Cena docelowa: 3,7 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-22

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	711,6	484,8	-31,9%	2 409,2	397,0%	2 520,6	4,6%	Liczba akcji (mln)	232,1
EBITDA	86,8	53,0	-38,9%	173,4	227,1%	181,2	4,5%	MC (cena bieżąca)	812,4
marża EBITDA	12,2%	10,9%		7,2%		7,2%		EV (cena bieżąca)	1 254,8
EBIT	76,7	42,4	-44,6%	127,7	200,8%	135,5	6,1%	Free float	31,6%
Zysk netto	71,6	35,0	-51,1%	72,2	106,3%	85,5	18,4%		
P/E	7,8	16,0		11,2		9,5		Zmiana ceny: 1m	-7,2%
P/CE	6,9	12,3		6,9		6,2		Zmiana ceny: 6m	-18,6%
P/BV	1,5	1,4		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-14,6%
EV/EBITDA	4,9	8,3		7,2		6,2		Max (52 tyg.)	5,0
Dyid (%)	2,9	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	3,5



Naszym zdaniem fuzja z Tiltrą jest korzystna jedynie dla litewskich akcjonariuszy drogowej grupy. Dzięki realizacji kontraktów D&B Trakcja mogłaby liczyć na rekordowy wynik w 2012 roku (66,3 mln PLN zysku netto, P/E 2012 = 9,3, EV/EBITDA = 4,4). Po fuzji P/E wzrośnie do 10,4, zaś EV/EBITDA do 6,6. Drogownictwo czeka dwa lata spadających nakładów inwestycyjnych. Dynamika spadku nakładów w latach 2011-2013 sięgnie naszym zdaniem około 50%. W 2011 roku, w okresie kumulacji prac, duże własne moce wykonawcze i zaplecze produkcji materiałów budowlanych mogą pozytywnie wpływać na wyniki Tiltry. W latach 2012-2013, kiedy rynek drogowy będzie się kurczył, własne moce wykonawcze będą „kulą u nogi”. Fuzja spowoduje duży wzrost zadłużenia Trakcji Polskiej. Przed transakcją gotówka na akcję wynosiła 0,7 PLN. Po transakcji dług netto na akcję w 2011 roku wyniesie 1,9 PLN. Po transakcji wskaźnik dług netto / EBITDA 2011 = 2,5. Banki nie chcą kredytować należności od PKP PLK, korygowany o EBITDĘ segmentu kolei wskaźnik dług netto / EBITDA to aż 3,9. Podsumowując, w strategii na rok 2011 pisaliśmy o potencjalnym potencjale do wzrostu kursu akcji Trakcji do co najmniej 4,4-4,5 PLN, w przypadku braku fuzji. WZA wyraziło zgodę na fuzję. Podtrzymujemy rekomendację neutralną z ceną docelową 3,70 PLN. Z uwagi na szansę na dobre wyniki Tiltry w krótkim terminie (kumulacja prac drogowych w 2011 roku), nie decydujemy się na wydanie rekomendacji negatywnej. Naszą preferowaną ekspozycją na segment kolei pozostaje ZUE, zaś na segment drogownictwa zaś Mostostal Warszawa.

Połączenie z Tiltrą jest realizowane

UOKiK wydał zgodę na połączenie Trakcji Polskiej z Tiltrą. Zarząd Trakcji Polskiej podjął uchwałę o emisji 297,2 tys. obligacji. Spółka nie zdecydowała jeszcze o dacie emisji. Najpierw Trakcja musi uzyskać wszystkie pozwolenia na przejęcie Tiltry, w tym od UOKiK. Trakcja zrealizuje płatności po otrzymaniu wszystkich pozwoleń.

Akcionariusz wnosi powództwo w sprawie emisji akcji dla Tiltry

Akcionariusz Trakcji Polskiej, spółka p. Jacka Jurka, wniósł powództwo do Sądu Okręgowego w Warszawie w sprawie uchwały o emisji 72 mln akcji nowej emisji (związane z połączeniem z Tiltra Group).

Kontrakt PRKiL za 13,4 mln PLN

PRKiL, spółka zależna Trakcji Polskiej, podpisała kontrakt z PKP PLK na modernizację linii kolejowej W-wa – Łódź, zaprojektowanie i budowę skrzyżowania bezkolizyjnego z linią kolejową. Wartość umowy to 13,4 mln PLN, czyli 1,6% możliwych do wygenerowania przychodów przez Trakcję Polską w 2011 roku.

Wybór oferty Trakcji Polskiej za 868,9 mln PLN

PKP PLK wybrała ofertę Trakcji Polskiej na modernizację linii E/CE 65 na odcinku LCS Malbork. Wartość oferty to 868,9 mln PLN, z czego Trakcja Polska ma być odpowiedzialna na połowę prac (konsorcjantami są m.in. PNI i PKP Energetyka). Połowa prac, czyli 434,5 mln PLN, to około 19% możliwych do wygenerowania przychodów w 2011 roku przez połączony podmiot Trakcja – Tiltra. Wiadomość bardzo zaskakująca, lekko pozytywna dla Trakcji (możliwe protesty 4 konkurentów). Trakcja została wybrana z 5-ego miejsca.



Ulma Construcción Polska (Trzymaj)

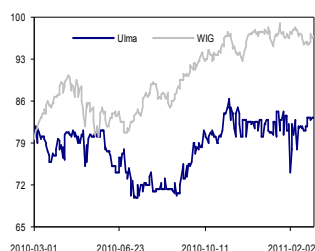
Cena bieżąca: 83,2 PLN

Cena docelowa: 85,9 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	175,4	213,5	21,7%	256,0	19,9%	245,9	-4,0%	Liczba akcji (mln)	5,3
EBITDA	72,1	107,3	48,8%	128,8	20,1%	115,9	-10,0%	MC (cena bieżąca)	437,3
marża EBITDA	41,1%	50,2%		50,3%		47,1%		EV (cena bieżąca)	566,7
EBIT	4,0	27,5	593,4%	52,8	92,4%	40,0	-24,2%	Free float	18,7%
Zysk netto	-5,5	10,4		33,3	220,2%	24,2	-27,5%		
P/E		42,0		13,1		18,1		Zmiana ceny: 1m	12,4%
P/CE	7,0	4,8		4,0		4,4		Zmiana ceny: 6m	17,8%
P/BV	1,7	1,6		1,5		1,4		Zmiana ceny: 12m	2,0%
EV/EBITDA	9,1	5,6		4,4		4,8		Max (52 tyg.)	86,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	70,0



W roku 2011 w wynikach Ulmy pojawią się rezultaty z realizacji kontraktów infrastrukturalnych podpisanych w roku 2010. Z uwagi na rekordowy wolumen prac drogowych, które będą mieć miejsce w roku kolejnym, spółka notuje znacząco zwiększony popyt na szalunki ze strony generalnych wykonawców. Obecnie firmy drogowe, widząc wzrost kosztów budowy dróg, starają się jak najszybciej zakontraktować dzierżawę sprzętu na przyszłe budowy. Przekłada się to na dodatkowy wzrost presji cenowej, który częściowo hamuje jedynie dążenie konkurencyjnej firmy Doka do zwiększenia udziału w rynku infrastruktury. Pozycja rynkowa Ulmy i dotychczasowego lidera, czyli Peri, jest już w zasadzie równorzędna. Doka nie dysponuje zapleczem logistycznym zbliżonym do dwóch liderów rynku. Podtrzymujemy opinię, że nawet biorąc pod uwagę wysoką amortyzację, około 30 mln PLN zysku netto w 2011 roku jest realne. Rok 2012 może przynieść jednak ponowne pogorszenie wyników Ulmy. Z uwagi na wzrost kursu, obniżamy rekomendację dla Ulmy do trzymaj.



Unibep (Trzymaj)

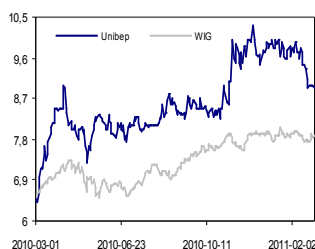
Cena bieżąca: 8,95 PLN

Cena docelowa: 9,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	392,7	672,2	71,2%	734,6	9,3%	822,6	12,0%	Liczba akcji (mln)	33,9
EBITDA	31,4	33,8	7,7%	29,7	-12,1%	51,2	72,5%	MC (cena bieżąca)	303,6
marża EBITDA	8,0%	5,0%		4,0%		6,2%		EV (cena bieżąca)	327,2
EBIT	26,6	28,8	7,9%	24,6	-14,5%	46,0	87,2%	Free float	28,5%
Zysk netto	17,8	22,2	24,8%	20,0	-10,0%	37,9	89,4%		
P/E	17,1	13,7		15,2		8,0		Zmiana ceny: 1m	-7,3%
P/CE	13,5	11,1		12,1		7,0		Zmiana ceny: 6m	6,5%
P/BV	2,8	2,1		1,9		1,6		Zmiana ceny: 12m	28,6%
EV/EBITDA	9,8	10,0		11,0		5,8		Max (52 tyg.)	10,3
Dyid (%)	1,1	0,0		0,7		2,5		Min (52 tyg.)	7,0



Nasze wstępne szacunki wskazują na to, że realizacja kontraktów rosyjskich pozwoli na przekroczenie prognoz przychodów w segmencie eksportu w 2011 roku o nawet prawie 120 mln PLN. Może skutkować to przekroczeniem prognoz przychodów w roku 2011. Z drugiej strony, duże zlecenia na rynkach wschodnich obarczone są sporym ryzykiem, szczególnie w obliczu rosnących kosztów budowy. Kontrakt na Białorusi ma charakter D&B. Projekty komercyjne, w które zaangażował się Unibep, w długim terminie mogą przyczynić się do wzrostu wartości spółki. W krótkim terminie jednak realizacja tych inwestycji może generować ryzyka bilansowe (konieczność zwiększenia zadłużenia). Podtrzymujemy rekomendację neutralną. W najbliższym czasie przedstawimy zaktualizowane prognozy i wycenę.

Wejście w życie umowy za 68,8 mln PLN

Unibep poinformował o wejściu w życie umowy zawartej ze spółką Zielony Żoliborz (z grupy Turret Development). Umowy dotyczy budowy budynków mieszkalnych i ma wartość 68,8 mln PLN (9,4% prognozowanych przychodów Unibepu na rok 2011). Wejście w życie umowy było uzależnione od pozyskania finansowania przez inwestora. Realizacja prac zakończy się 31 sierpnia 2012 roku. Wiadomość zgodna z oczekiwaniami.

Zakup nieruchomości

Unibep podpisał umowę ze spółką zależną Pekaes-u na zakup prawa użytkowania wieczystego nieruchomości położonej w Warszawie, przy ul. Grzybowskiej 81. Na nieruchomości spółka zależna Unidevelopment zrealizuje biurowiec o powierzchni użytkowej blisko 10 tys. m². Generalnym wykonawcą będzie Unibep. Budowa ma rozpocząć się w kwietniu 2011 roku, a zakończyć w Q4 2012.

Plan połączenia z PRDiM

Unibep poinformował o planie połączenia ze spółką zależną PRDiM.



ZUE (Kupuj)

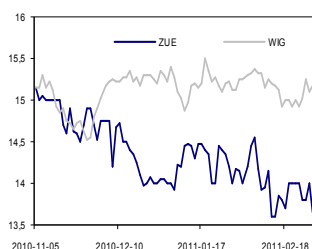
Cena bieżąca: 13,65 PLN

Cena docelowa: 19,3 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-24

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	199,9	395,8	98,0%	505,4	27,7%	535,8	6,0%	Liczba akcji (mln)	22,0
EBITDA	18,7	33,8	80,9%	46,8	38,3%	50,3	7,5%	MC (cena bieżąca)	300,3
marża EBITDA	9,4%	8,5%		9,3%		9,4%		EV (cena bieżąca)	253,7
EBIT	16,8	26,3	56,9%	38,5	46,1%	39,6	2,9%	Free float	27,3%
Zysk netto	8,6	16,3	88,2%	29,0	78,3%	30,1	4,0%		
P/E	25,3	18,5		10,4		10,0		Zmiana ceny: 1m	-3,5%
P/CE	20,7	12,6		8,1		7,3		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	4,2	1,9		1,6		1,4		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	14,7	7,5		5,4		4,5		Max (52 tyg.)	15,1
Dyield (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	13,6



W ostatnich miesiącach ZUE pozyskało wiele nowych kontraktów. Szacujemy, że portfel zleceń pro forma ZUE na rok 2011 ma wartość 475 mln PLN. Z tego 90 mln PLN to udział w ofertach wybranych jako najkorzystniejsze w przetargach, zaś pozostała część to już podpisane umowy. W efekcie, nie zakładamy, aby spółka mogła mieć problemy z osiągnięciem w 2011 roku prognozowanych przez nas 505 mln PLN przychodów. Struktura portfela zleceń na rok 2011 będzie inna, niż struktura portfela na rok 2010. Dominować będą zlecenia z segmentu tramwajowego, gdzie ZUE ma silniejszą pozycję rynkową. Powinno to przynieść wyższe marże, niż w przypadku zleceń kolejowych. ZUE spłaciło część kredytu na przejęcie PRK Kraków, co istotnie powinno zmniejszyć koszty finansowe. Podtrzymujemy nasze prognozy na rok 2011 i rekomendację kupuj.

Portfel zleceń na rok 2011 zapełniony w ponad 90%

Zgodnie ze słowami Prezesa, portfel zamówień Grupy ZUE na rok 2011 jest zapełniony w ponad 90%. Oznacza to, że nie powinno być problemów z wypracowaniem prognozowanych przez zarząd 460,6 mln PLN przychodów i 30,6 mln PLN zysku netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej i akcjonariuszy mniejszościowych łącznie. ZUE startuje obecnie we wszystkich przetargach tramwajowych – najbliższy dotyczy budowy linii tramwajowych w Olsztynie. Spółka zamierza też startować w przetargach na budowę linii energetycznych wysokiego i średniego napięcia.

Wybór najkorzystniejszej oferty za 184,4 mln PLN

ZUE poinformowało o wyborze oferty konsorcjum firm: Bilfinger Berger, ZUE, PBK PeBeKa na budowę linii tramwajowej w Poznaniu na osiedle Lecha – Franowo. Wartość oferty netto to 184,4 mln PLN (36,5% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2011). Termin realizacji to 30 kwietnia 2012.

Kontrakt za 27,8 mln PLN

ZUE podpisało umowę z PKM w Tychach na realizację zadania w ramach budowy Szybkiej kolei Regionalnej Tychy – Dąbrowa Górnicza, etap I Tychy – Miasto Katowice. Wartość umowy to 27,8 mln PLN, czyli 5,5% prognozowanych przychodów ZUE w roku 2011. Realizacja umowy zakończy się 31 maja 2012 roku.

Najniższa oferta cenowa za 10,7 mln PLN

ZUE w konsorcjum z Tor-Kar-Sson złożyło najniższą ofertę cenową w przetargu zorganizowanym przez Tramwaje Warszawskie na remont i przebudowę torowiska tramwajowego w ul. Nowowiejskiej w W-wie. Wartość potencjalnego kontraktu to 10,7 mln PLN (2,1% prognozowanych przychodów spółki w 2011 roku). Realizacja prac zakończy się 31 lipca 2011 roku.

Wybór oferty za 32,4 mln PLN

PKP PLK wybrało ofertę ZUE na modernizację sieci trakcyjnej na szlaku Olszawowice – Włoszczowa Płn. Wartość oferty to 32,4 mln PLN (6,4% prognozowanych przychodów ZUE na rok 2011). Realizacja prac zakończy się 10 grudnia 2011.

Deweloperzy

Cushman & Wakefield pozytywnie o rynku komercyjnym

Przedstawicielka Cushman & Wakefield przyznaje, że w ubiegłym roku chętnych do wynajęcia powierzchni biurowej było dwukrotnie więcej, niż dostępnej powierzchni. Liczba oddanej powierzchni biurowej w 2010 roku wyniosła 188 tys. m², -29% r/r. Z uwagi na zaostrzone kryteria przyznawania kredytów, liczba inwestycji oddanych w 2011 roku też będzie ograniczona. Brak wolnej gotowej powierzchni powoduje wzrost udziału transakcji typu pre-let (umowy przedwstępne) w umowach najmu. W 2009 roku było to 2%, a w roku ubiegłym aż 11,5%. Odsetek ten może dalej rosnać. Czynsze w 2011 roku wzrosną o kilka-kilkanaście procent, w zależności od lokalizacji. W 2010 roku wzrost ten wyniósł ponad 11%. C&W oczekuje spadku yieldów dla najlepszych obiektów handlowych do 6,25% z 6,5%. W przypadku obiektów biurowych w W-wie yieldy wynoszą 6,5-7% i raczej nie należy się spodziewać dużego spadku z tych poziomów. Stopy kapitalizacji w mniejszych miastach są zbliżone do 8%. Wolumen transakcji na rynku w 2010 roku wyniósł 2 mld EUR. Jest szansa, że będzie on większy w roku 2011. Z uwagi na utrudniony dostęp do finansowania bankowego, w korzystnej pozycji znajdują się deweloperzy z finansowaniem własnym.

Echo Investment

Wyniki Q4 2010

Wyniki Echo Investment w Q4 2010 okazały się na poziomie przychodów i zysku netto wyższe, niż zakładał konsensus prognoz. Przychody wyniosły 101,3 mln PLN (konsensus: 95,3 mln PLN), EBIT 34,4 mln PLN (konsensus: 43 mln PLN), zysk netto zaś 31 mln PLN (konsensus: 23,4 mln PLN). Przychody z wynajmu centrów handlowych wyniosły 61,4 mln PLN, przy marży brutto = 70%. Segment mieszkaniowy wygenerował 11 mln PLN przychodów i jedynie 8,2% marży brutto. Segment hoteli i biur zrealizował 19,9 mln PLN przychodów i 51,2% marży brutto. Nieprzypisane przychody to 9 mln PLN, zaś nieprzypisany zysk brutto: 6,5 mln PLN. Aktualizacja wartości nieruchomości wyniosła -24 mln PLN, zysk z różnic kursowych zaś 17,1 mln PLN, zysk ze sprzedaży nieruchomości zaś 15 mln PLN.

Emisja obligacji za 145 mln PLN

Echo Investment przeprowadziło emisję obligacji 5-letnich za 145 mln PLN. Emisja obligacji związana była z zapadalnością obligacji o wartości 150 mln PLN, z terminem spłaty w maju 2011.

Możliwa sprzedaż nieruchomości za nawet 0,5 mld PLN

W 2011 roku Echo Investment może sprzedać nieruchomości komercyjne o wartości nawet 0,5 mld PLN. Chodzi o zlokalizowany na Mokotowie Park Postępu (33,8 tys. m²) i galerię handlową w Pabianicach. W 2011 roku Echo planuje zakupy gruntów za 100 mln PLN. W rachubę wchodzi grunt pod inwestycje tak komercyjne, jak i mieszkaniowe. W tym roku rozpocząć ma się również pierwsza zagraniczna inwestycja, galeria Mundo w Budapeszcie. Wynajem powierzchni już trwa. W II połowie 2011 roku Echo liczy na pozyskanie pozwolenia na budowę.

Gant Development

W planach emisja obligacji na 100 mln PLN

Gant Development planuje również w tym roku przeprowadzić emisję obligacji, na 100 mln PLN. Pozyskane środki mają być przeznaczone na dofinansowanie planowanych i realizowanych projektów deweloperskich, a także nabycie nowych gruntów. Ganta interesują grunty o możliwości budowy 10-15 tys. PUM, najchętniej z pozwoleniami na budowę, w Warszawie, Wrocławiu i Krakowie.



BBI Development (Kupuj)

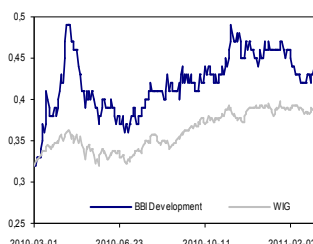
Cena bieżąca: 0,44 PLN

Cena docelowa: 0,55 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-11-10

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1,0	66,6	6629,9%	80,4	20,6%	148,4	84,6%	Liczba akcji (mln)	523,1
EBITDA	-7,9	30,2		38,8	28,5%	44,7	15,3%	MC (cena bieżąca)	230,2
marża EBITDA	-794,9%	45,4%		48,3%		30,2%		EV (cena bieżąca)	435,6
EBIT	-7,9	29,7		38,3	29,0%	44,2	15,5%	Free float	66,4%
Zysk netto	-9,1	13,5		23,3	72,0%	31,4	34,6%		
P/E		17,0		9,9		7,3		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE		16,4		9,7		7,2		Zmiana ceny: 6m	4,8%
P/BV	1,2	1,0		0,9		0,8		Zmiana ceny: 12m	33,3%
EV/EBITDA		10,8		11,2		12,4		Max (52 tyg.)	0,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	0,3



Wyniki Q4 2010 oceniamy neutralnie. Wyższy okazał się zysk na wycenie inwestycji Plac Unii. Nie zmienia to jednak naszej wyceny dewelopera, gdyż chodzi jedynie o moment rozpoznania dodatniej wyceny inwestycji. Większe niż zakładaliśmy okazały się koszty ogólne i koszty finansowe, co jednak wynika z przejściowego braku możliwości kapitalizowania tych kosztów w kosztach projektów. Atuty dewelopera na tle branży pozostają bez zmian – atrakcyjne projekty z silną ekspozycją na poprawę koniunktury w branży. W zaktualizowanych prognozach uwzględnimy brak realizacji inwestycji w Kiekrzu i sprzedaż gruntu, na czym BBI wygenerował ponad 8 mln PLN straty. Rozważymy także możliwość wcześniejszego rozpoczęcia nowych etapów inwestycji Koneser. Spółka z powodzeniem przeprowadziła emisję obligacji na 40 mln PLN, co może posłużyć finansowaniu inwestycji. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2010

Przychody spółki okazały się wyższe od naszych prognoz ze względu na dodatnią wycenę projektu Plac Unii. Zysk na wycenie nieruchomości inwestycyjnych wyniósł 14,7 mln PLN, podczas gdy prognoza wskazywała nieznaczny strą (-0,4 mln PLN). Przychody ze sprzedaży mieszkań w inwestycji Dom na Dolnej natomiast były niższe o 16% od naszych prognoz i wyniosły 3,1 mln PLN. Spółka ma już nabywców na wszystkie mieszkania w projekcie Dom na Dolnej - wyniki z przekazania lokali pojawią się w Q1 2011. Marża na mieszkaniach przekazanych w Q4 wyniosła 24%, co jest zbliżone z naszymi prognozami. Łącznie koszty operacyjne okazały się o 1,7 mln PLN wyższe od prognoz, czego główną przyczyną były wyższe niż zakładaliśmy koszty wynagrodzeń oraz koszty usług obcych. Spółka, zgodnie z oczekiwaniami, wykazała 8,6 mln PLN straty na sprzedaży inwestycji w Kiekrzu (Poznań). W naszych prognozach powyższa strata została uwzględniona w pozostałych kosztach operacyjnych, spółka z kolei zaksięgowwała część tej kwoty (2,1 mln PLN) jako koszt finansowy. Ostatecznie saldo pozostałej działalności operacyjnej wyniosło -2,6 mln PLN (prognoza -8,6 mln PLN). Oprócz straty na inwestycji w Kiekrzu, wynik na działalności finansowej jest obciążony stratą na sprzedaży nieruchomości w Dziwnowie (-1,8 mln PLN), która miała miejsce w październiku 2010. Po uwzględnieniu odsetek od długu, których spółka nie mogła kapitalizować, koszty działalności finansowej netto wyniosły -5,2 mln PLN. W najbliższych kwartałach wartość kapitalizowanych odsetek powinna wzrosnąć, co spowoduje spadek kosztów finansowych w RZiS.

Wywiad z Prezesem

Prezes BBI Development przyznaje, że ze względu na przedłużające się procedury administracyjne, do końca 2010 roku spółka przekazała jedynie kilka lokali z inwestycji Dom na Dolnej. W efekcie, rozpoznanie wyników z inwestycji przesunęło się na rok 2011. Wszystkie mieszkania z inwestycji zostały już sprzedane. W 2011 roku BBI zakończy inwestycję Rezydencja Foksal. Pozwolenie na użytkowanie inwestycji zostanie wydane na przełomie roku 2011 i 2012, stąd bezpiecznie jest zakładać, że wpływy z oddań lokali w projekcie pojawią się w wynikach 2012 roku. Umowę kredytową na finansowanie inwestycji Plac Unii spółka planuje podpisać w Q3 2011. Zainteresowanie częścią handlową inwestycji jest bardzo duże – możliwe jest przekroczenie prognozowanej przez nas stawki najmu części handlowej na poziomie 27 EUR/m². Jednocześnie, BBI obecnie nie spieszy się z wynajmem części biurowej, licząc na poprawę warunków najmu w przyszłości. BBI Development sprzedało grunt w Kiekrzu, co uwzględniliśmy w prognozach wyników Q4 2010. BBI rozmawia o inwestycji w nowy, prestiżowy projekt w Warszawie.

Sprzedaż obligacji za 40 mln PLN

BBI Development sprzedał obligacje niezabezpieczone za 40 mln PLN. Blisko 80% ze sprzedanych papierów to obligacje trzyletnie, wykup pozostałych ma mieć miejsce za 2 lata.



Środki pozyskane z emisji obligacji mają być przeznaczone na inwestycje, w tym wkład własny dla kolejnych etapów inwestycji Koneser w Warszawie oraz dofinansowanie inwestycji w Szczecinie.



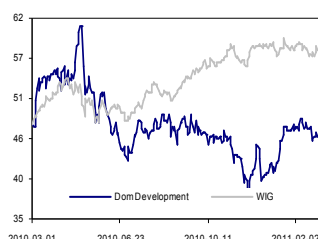
Dom Development (Kupuj)

Cena bieżąca: 45,99 PLN Cena docelowa: 54,4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	704,4	511,2	-27,4%	625,6	22,4%	927,2	48,2%	Liczba akcji (mln)	24,6
EBITDA	113,6	62,0	-45,4%	101,3	63,4%	156,3	54,4%	MC (cena bieżąca)	1 129,5
marża EBITDA	16,1%	12,1%		16,2%		16,9%		EV (cena bieżąca)	1 281,1
EBIT	111,2	59,6	-46,4%	98,9	65,9%	153,9	55,7%	Free float	25,4%
Zysk netto	80,2	40,1	-50,0%	82,5	105,6%	129,3	56,7%		
P/E	14,1	28,1		13,7		8,7		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	13,7	26,6		13,3		8,6		Zmiana ceny: 6m	-4,2%
P/BV	1,5	1,5		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	-9,8%
EV/EBITDA	12,5	18,8		12,7		6,6		Max (52 tyg.)	61,0
Dyid (%)	1,7	1,7		1,0		4,4		Min (52 tyg.)	38,5



Wyniki 2012 roku są coraz bliższe i coraz bardziej wiarygodne. Ich przewidywalność jest wyższa, niż w przypadku innych branż, gdyż są one w dużym stopniu poparte już zakontraktowanymi kosztami budowy i postępującą na bieżąco sprzedażą lokali. Marże nowych projektów są wyższe, niż wcześniej szacowaliśmy, z uwagi na brak istotnego wzrostu kosztów budowy. Pierwsze wyniki z oddań mieszkań w nowych projektach pojawią się w Q3 2011. W całym 2011 roku oczekujemy 82,5 mln PLN zysku netto, który pojawi się praktycznie w pełni w II połowie roku. Liczymy na poprawę sprzedaży mieszkań w Q4 2010, z uwagi na rozpoczęcie nowych inwestycji (osiedla Wilno i Przy Ratuszu). Sprzedaż netto szacujemy na 409 lokali. Z perspektywy wyników 2012 roku spółka jest atrakcyjna (P/E 2012 = 8,8, EV/EBITDA 2012 = 6,7). Nasze prognozy zakładają, że na koniec 2012 roku deweloper dysponować będzie gotówką netto (95,5 mln PLN). Naszym zdaniem, aby spółka była efektywna kapitałowo, dług netto powinien wynosić około 430 mln PLN (LTV = 60% dla projektów mieszkaniowych w toku). W 2011 roku okaże się, ile z posiadanej nadwyżki płynności Dom Development będzie w stanie zainwestować w rozwój. Jeśli perspektywy rozwoju będą ograniczone, realnym scenariuszem jest wypłata wyższych dywidend. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Sąd zatwierdził ugodę z Erabud

Dom Development poinformował o zatwierdzeniu przez sąd ugody z firmą Erabud. Chodzi o zwrot zaliczki wypłaconej przez Dom Development na kwotę ponad 20 mln PLN. O ugodzie z Erabud Dom Development informował już wcześniej.



GTC (Akumuluj)

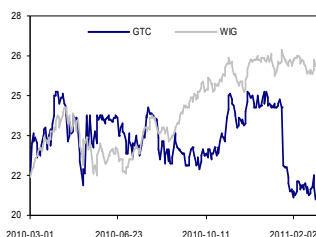
Cena bieżąca: 20,98 PLN

Cena docelowa: 24,03 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-03

(mIn EUR)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	156,4	156,4	0,0%	202,1	29,3%	258,7	28,0%	Liczba akcji (mIn)	219,4
EBITDA	-121,7	105,9		265,5	150,6%	367,4	38,4%	MC (cena bieżąca)	4 602,4
marża EBITDA	-77,8%	67,7%		131,3%		142,0%		EV (cena bieżąca)	10 397,3
EBIT	-122,1	105,4		265,0	151,4%	366,9	38,5%	Free float	58,8%
Zysk netto	-125,2	44,1		147,7	234,6%	217,8	47,4%		
P/E		26,4		7,9		5,3		Zmiana ceny: 1m	1,1%
P/CE		26,0		7,8		5,3		Zmiana ceny: 6m	-7,4%
P/BV	1,2	1,2		1,0		0,9		Zmiana ceny: 12m	-8,8%
EV/EBITDA		22,6		9,9		7,7		Max (52 tyg.)	25,0
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	20,6



W Q4 2010 spodziewamy się zauważalnej poprawy wyniku finansowego, spowodowanej wzrostem wartości niedawno oddanych do użytku nieruchomości komercyjnych. Wzrost wartości akcji GTC będzie napędzany przez dwa kluczowe czynniki. Po pierwsze, dyskontujemy plan inwestycyjny spółki, zakładając w ciągu najbliższych trzech lat 73% wzrost oferowanej powierzchni biurowej i handlowej. Po drugie, spodziewamy się, że w latach 2011-2013 w portfelach obecnie ukończonych nieruchomości stopy kapitalizacji spadną o 0,54 p.p., poziom pustostanów zmniejszy się o 17 p.p., natomiast czynsze wzrosną o około 9%. Takie założenia implikują w okresie 2011-2013 wzrost zysku z działalności komercyjnej w średnim tempie 28% rocznie oraz średnio 216 mln EUR/rok zysku z aktualizacji wartości nieruchomości. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Poprawa następuje szybciej, plany inwestycyjne GTC

Sytuacja na rynku nieruchomości poprawia się szybciej od oczekiwań. Scenariusz bazowy GTC zakładał, że yieldy dla najlepszych nieruchomości komercyjnych spadną w W-wie w ciągu roku o 50 bps. Wygląda na to, że stopy kapitalizacji spadają szybciej, rosną też czynsze najmu. GTC zamierza skoncentrować się na segmencie komercyjnym – z wyjątkiem jednej inwestycji (projekt w Krakowie), GTC na razie nie rozpocznie inwestycji mieszkaniowych. GTC do końca 2012 roku odda 230 tys. m2 nowej powierzchni komercyjnej. We wrześniu spółka mylnie podawała, że planuje oddać do tego czasu 342 m2 powierzchni. Na razie GTC nie rozpocznie inwestycji w Rosji i na Ukrainie. Z gruntów, GTC interesują działki w Polsce i w Bukareszcie pod inwestycje biurowe. Nakłady inwestycyjne będą wynosić średniorocznie 250 mln EUR (łącznie z zakupami gruntów). GTC podtrzymuje zapowiedź sprzedaży 1-2 projektów rocznie. Scenariuszem na rok 2011 jest sprzedaż jednego obiektu, stosowne decyzje nie zostały jednak jeszcze podjęte. Ostatnie transakcje były zawierane przy stopie kapitalizacji <7%. Ceny za nieruchomości w Polsce są wyższe, niż ceny na innych rynkach, na których działa GTC, stąd bardziej prawdopodobna jest sprzedaż nieruchomości w Polsce.



J.W. Construction (Akumuluj)

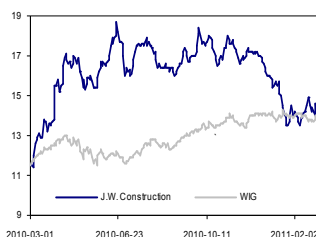
Cena bieżąca: 14,25 PLN

Cena docelowa: 16,3 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-18

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	713,3	612,3	-14,2%	528,3	-13,7%	368,8	-30,2%	Liczba akcji (mln)	54,1
EBITDA	152,9	155,6	1,8%	153,0	-1,6%	142,3	-7,0%	MC (cena bieżąca)	770,5
marża EBITDA	21,4%	25,4%		29,0%		38,6%		EV (cena bieżąca)	1 108,1
EBIT	138,9	143,0	2,9%	136,2	-4,8%	125,4	-7,9%	Free float	38,7%
Zysk netto	100,4	91,9	-8,4%	96,4	4,9%	73,6	-23,7%		
P/E	7,7	8,4		8,0		10,5		Zmiana ceny: 1m	1,9%
P/CE	6,7	7,4		6,8		8,5		Zmiana ceny: 6m	-13,9%
P/BV	1,9	1,5		1,3		1,1		Zmiana ceny: 12m	19,0%
EV/EBITDA	8,8	7,8		7,2		10,3		Max (52 tyg.)	18,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	12,0



Nowe inwestycje J.W. Construction rozpoczną się o ponad pół roku później, niż zakładaliśmy w raporcie z kwietnia 2010 roku. Opóźnienia w realizacji inwestycji powodują, że w 2012 roku J.W. Construction będzie mieć jedno z najsłabszych wyników w branży. Mimo to, wyniki 2011 roku, powstałe w oparciu o stare projekty deweloperskie, będą jednymi z najlepszych w segmencie mieszkaniowym. Wyniki 2013 roku również powinny być dobre. Czynnikiem ryzyka w J.W. może być aktywna rozbudowa banku ziemi. Obecnie J.W. na tle konkurencji posiada umiarkowane zadłużenie. Nasze prognozy zakładające m.in. zakupy gruntów za 40 mln PLN w 2011 i 2012 roku, przewidują, że LTV spółki na koniec 2012 roku wyniesie 58,5%. Wskaźnik uwzględnia aktywa mieszkaniowe, komercyjne, hotele, TBS i aktywa produkcyjne. W przypadku, gdyby J.W. zakupiło więcej gruntów, może wystąpić ryzyko związane z finansowaniem nowych inwestycji. Szans na zwiększenie wartości spółki dopatrujemy się za to w możliwości uchwalenia ustawy o wykupie mieszkań w TBS. Spadek kursu dewelopera powoduje, że atrakcyjność walorów rośnie. Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Wprowadzenie do sprzedaży projektu na 376 mieszkań w Ożarowie

J.W. Construction wprowadziło do sprzedaży liczący 376 lokali projekt w Ożarowie Mazowieckim. Projekt nosi nazwę Słoneczny Park. Łączna powierzchnia 1 etapu inwestycji to 20 tys. PUM, a cena 1 m² ma wynosić 5,45 tys. PLN/m². Budynki są praktycznie gotowe, oddanie do użytku budynków przewidziane jest na grudzień 2011. Opóźnienie w oddaniu budynków spowodowane jest koniecznością budowy oczyszczalni ścieków. Pozwolenie na budowę spółka ma otrzymać w kwietniu, zaś budowa potrwać ma 3 miesiące. W II etapie inwestycji powstać ma 200 domów. Sprzedaż domów rozpocznie się w kwietniu 2011. W styczniu J.W. sprzedał 95 lokali.

J.W. planuje kupić grunt od Black Lion NFI?

W prasie pojawiły się nieoficjalne informacje, że J.W. Construction chce kupić grunt na Woli w Warszawie od Black Lion NFI. Chodzi o byłe tereny fabryki Vis, u zbiegu Kasprzaka i al. Prymasa Tysiąclecia. Grunt ma ponad 8 ha powierzchni, powstać na nim miałyby 145 tys. m² powierzchni biurowej i mieszkaniowej. Za grunt deweloper mógłby zapłacić 170-200 mln PLN. Zgodnie z ustaleniami prasy, negocjacje między giełdowymi spółkami toczą się już od kilku miesięcy i są bliskie pozytywnego zakończenia. Akwizycja gruntu byłaby częściowo sfinansowana gotówką, częściowo zaś dzięki emisji obligacji, których część objąłby sprzedający grunt.



P.A. Nova (Kupuj)

Cena bieżąca: 32,4 PLN

Cena docelowa: 40,4 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mln PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mln PLN)	
Przychody	157,6	143,2	-9,2%	181,0	26,4%	196,8	8,7%	Liczba akcji (mln)	10,0
EBITDA	24,4	27,7	13,6%	32,3	16,5%	44,1	36,6%	MC (cena bieżąca)	323,7
marża EBITDA	15,5%	19,4%		17,9%		22,4%		EV (cena bieżąca)	500,0
EBIT	22,5	25,4	13,3%	30,0	18,0%	41,9	39,4%	Free float	38,7%
Zysk netto	18,6	19,5	4,7%	21,0	7,6%	24,8	18,2%		
P/E	13,9	16,6		15,4		13,0		Zmiana ceny: 1m	3,2%
P/CE	12,6	14,9		13,9		12,0		Zmiana ceny: 6m	1,3%
P/BV	1,6	1,4		1,3		1,2		Zmiana ceny: 12m	15,7%
EV/EBITDA	9,7	13,8		15,5		13,7		Max (52 tyg.)	37,7
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	28,0



W październiku miało miejsce otwarcie Galerii Sanowa, pierwszej galerii handlowej spółki o powierzchni 20,6 tys. m². Szacujemy, że realizacja inwestycji pozwoliła na wzrost wartości PA Nova o prawie 50 mln PLN. Kolejne przedsięwzięcia deweloperskie są w przygotowaniu. Jest to m.in. galeria handlowa w Kędzierzynie-Koźlu i Jaworznie oraz dwa parki handlowe (Zamość, Stalowa Wola). PA Nova poszukuje kolejnych projektów z segmentu handlowego (grunty / udziały w spółkach). Wtórna emisja akcji umożliwi spółce realizację 3-4 własnych przedsięwzięć deweloperskich jednocześnie. Bez emisji, PA Nova byłaby w stanie realizować tylko budowę galerii handlowej w Kędzierzynie-Koźlu i obiektu w Stalowej Woli, nie byłaby za to w stanie nabyć nowych gruntów. Rok 2011 przyniesie postęp prac budowlanych, przygotowawczych oraz najmu w przypadku własnych inwestycji deweloperskich. Rok 2011 powinien również przynieść nowe zewnętrzne kontrakty deweloperskie. PA Nova posiada szereg atutów - niskie zadłużenie, relatywnie tani bank ziemi, projekty o niskim ryzyku konkurencji ze strony innych deweloperów, kompetentny i wiarygodny Zarząd, bardzo dobre wyniki finansowe. Akcje PA Nova wyceniamy metodą NAV. Za cenę docelową uznajemy zdyskontowaną wartość aktywów na koniec 2012 roku. Dostrzegając ponad 30% potencjału wzrostu kursu, rekomendujemy kupno walorów PA Nova.

Możliwa inwestycja w Lwowie

W ciągu 2-3 miesięcy PA Nova może podpisać wiążące umowy dotyczące realizacji projektu deweloperskiego w Lwowie. PA Nova rozmawia z partnerem, jak i z właścicielem gruntu. Docelowo, w inwestycji o wartości 100 mln PLN (prawdopodobnie po wybudowaniu), PA Nova objęłaby 50% udziałów. Inwestycja po wybudowaniu miałaby zostać sprzedana.

Postęp prac nad projektami komercyjnymi, nowe kontrakty

Prawdopodobnie w II połowie 2011 roku PA Nova sprzeda Galerię Sanowa w Przemyślu. Obiekt cieszy się coraz większym zainteresowaniem, spółka rozmawia z funduszami niemieckimi i austriackimi. Transakcja mogłaby wygenerować około 10 mln EUR (40 mln PLN) jednorazowego zysku netto. Planowany park handlowy w Zamościu jest już w 80% skomercjalizowany, PA Nova występuje o pozwolenie na budowę. Do użytku obiekt będzie oddany w marcu 2012. Galeria w Kędzierzynie Koźlu już jest w budowie. Inwestycja w Jaworznie jest w przygotowaniu. PA Nova negocjuje też mniejsze kontrakty budowlane. Wartość mniejszych zleceń to 6-9 mln PLN, zaś wartość większych to 20-30 mln PLN. Pierwsze rozstrzygnięcia mogą się pojawić na koniec Q1 2011. Prezes podtrzymuje prognozę wyników na rok 2010, zakładającą 19,5 mln PLN zysku netto.



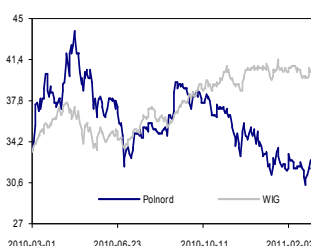
Polnord (Kupuj)

Cena bieżąca: 32,47 PLN Cena docelowa: 43,5 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	221,3	180,3	-18,5%	352,9	95,8%	403,4	14,3%	Liczba akcji (mIn)	22,1
EBITDA	106,9	50,4	-52,9%	91,2	81,0%	143,5	57,3%	MC (cena bieżąca)	718,0
marża EBITDA	48,3%	28,0%		25,9%		35,6%		EV (cena bieżąca)	1 419,8
EBIT	104,9	48,1	-54,1%	89,1	85,1%	141,4	58,7%	Free float	50,5%
Zysk netto	63,6	51,6	-19,0%	58,9	14,2%	114,1	93,7%		
P/E	11,3	13,9		12,2		7,2		Zmiana ceny: 1m	-2,2%
P/CE	10,9	13,3		11,8		7,0		Zmiana ceny: 6m	-17,6%
P/BV	0,6	0,6		0,6		0,6		Zmiana ceny: 12m	-13,2%
EV/EBITDA	12,9	28,5		15,6		8,9		Max (52 tyg.)	44,0
Dyid (%)	2,6	2,7		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	30,5



Wyniki Q1 2011 oceniamy lekko pozytywnie, z uwagi na wyższą niż oczekiwana marżę brutto na sprzedaży i niższe koszty ogólne. Rok 2011 powinien przynieść rozpoczęcie kolejnych inwestycji, wzrost sprzedaży mieszkań i spadek kosztów zarządu (cel nowego zarządu: -20% r/r). Stopniowo Polnord będzie uwalniać środki zamrożone w gruntach i generować zyski, co przełoży się na spadek długu netto. Dużą poprawę wyników i poziomu długu netto może przynieść pozyskanie odszkodowania za grunty pod drogi na Wilanowie. Pomimo sprawy sądowej w toku, sądzimy, że najbardziej prawdopodobne jest polubowne rozwiązanie sporu. W przypadku zgody miasta na ugodę, środki przeznaczone na wykup gruntów powinny znaleźć się w budżecie miasta na rok 2011 (wówczas Polnord w 2011 roku mógłby otrzymać ok. 70 mln PLN). Poprawa struktury oferty powinna przynieść wzrost sprzedaży mieszkań w 2011 roku. W 2010 roku Polnord oferował głównie duże gotowe mieszkania na Wilanowie i małe mieszkania w innych lokalizacjach, na etapie „dziury w ziemi”. Dostrzegamy również szansę na pozyskanie w 2011 roku nowych projektów, w formule PPP. Spółka jest atrakcyjna, pod względem przyszłych wyników, jak i dużego dyskonta do BV. Podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Wyniki Q4 2010: lepszy wynik z oddanych mieszkań na Wilanowie

Wyniki Polnordu są lepsze od naszych prognoz, co lekko pozytywnie wpływa na naszą ocenę atrakcyjności inwestycyjnej dewelopera. Zwracamy uwagę głównie na lepszy wynik z działalności mieszkaniowej. Liczba przekazanych lokali w Q4 2010 okazała się zgodna z oczekiwaniami (wynik: 122, prognoza: 121). Wyższe jednak okazały się przychody oraz wynik brutto na sprzedaży (marża: 28,3%, prognoza: 22%). Uważamy, że związane jest to z wyższymi, niż zakładane w prognozach, cenami sprzedaży dużych mieszkań na Wilanowie. Lokale na Wilanowie odpowiadają za prawie 80% wyniku brutto na sprzedaży w Q4 2010. Do przekazania pozostają jeszcze gotowe lokale na Wilanowie o łącznej wartości 137,5 mln PLN. Gdyby i w tym przypadku marża brutto okazała się wyższa niż nasze założenia o 6 pkt. procentowych – Polnord mógłby zarobić o 8,2 mln PLN więcej (1,2% kapitalizacji spółki). Zwracamy również uwagę na niższe, niż prognozowane, koszty ogólne (13,6 mln PLN, prognoza: 16,8 mln PLN).

Podsumowanie spotkania z nowym Prezesem

Nowy Prezes Polnordu widzi 4 główne priorytety działań: poprawę intensywności sprzedaży mieszkań, optymalizację kosztów wytworzenia projektów, oszczędności na poziomie kosztów ogólnych, selektywne podejście do realizacji nowych projektów. W ramach pierwszego celu, Polnord zamierza osiągnąć efektywność sprzedaży na poziomie 20% (obecnie: 13-14%). Pomoc ma temu centralizacja działalności (do tej pory każda spółka celowa miała własne struktury) oraz wprowadzenie jednolitych systemów motywacyjnych. Obniżka kosztów wytworzenia to centralizacja dostaw i usług budowlanych oraz lepsza kontrola nad procesem projektowym. Potencjalne oszczędności z minimalizacji powierzchni wspólnych inwestycji mogą sięgać około 50-100 PLN/PUM. Oszczędności na poziomie kosztów ogólnych mają wynikać z centralizacji, zwolnień, możliwego outsourcingu oraz redukcji liczby biur i floty samochodowej. Celem jest spadek kosztów ogólnych o 20% r/r (nasze prognozy: -12%). W ramach ostatniego celu, spółka zweryfikuje cele strategiczne dotyczące rozwoju w wybranych miastach. W Warszawie Polnord chce rozpocząć inwestycje mieszkaniowe również w innych lokalizacjach niż Wilanów, grunty nie koniecznie będą nabyte za gotówkę lub dług, możliwe są umowy J.V.



Robyg (Kupuj)

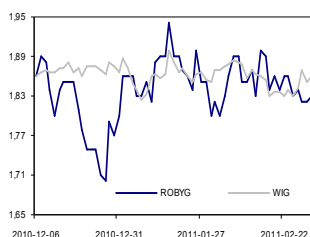
Cena bieżąca: 1,83 PLN

Cena docelowa: 2,59 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-01-07

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	102,0	282,9	177,4%	234,7	-17,0%	597,1	154,5%	Liczba akcji (mln)	257,4
EBITDA	8,8	49,9	468,2%	50,7	1,6%	150,1	196,0%	MC (cena bieżąca)	471,0
marża EBITDA	8,6%	17,6%		21,6%		25,1%		EV (cena bieżąca)	797,2
EBIT	8,0	49,1	510,3%	49,8	1,4%	149,2	199,7%	Free float	16,5%
Zysk netto	6,3	33,5	433,3%	35,7	6,7%	100,0	180,0%		
P/E	63,7	14,1		13,2		4,7		Zmiana ceny: 1m	0,5%
P/CE	57,0	13,7		12,9		4,7		Zmiana ceny: 6m	
P/BV	1,6	1,2		1,1		1,0		Zmiana ceny: 12m	
EV/EBITDA	112,8	16,9		15,7		4,6		Max (52 tyg.)	1,9
Dyield (%)	0,0	0,0		2,3		2,7		Min (52 tyg.)	1,7



Robyg zgodnie z zapowiedziami realizuje program inwestycyjny, co znajdzie odzwierciedlenie w poprawie wyników sprzedaży w 2011 roku i bardzo dobrych wynikach finansowych w roku 2012. Wyniki sprzedaży w II połowie roku nie są tak wysokie, jak zakładaliśmy, niemniej, nie ma to dużego wpływu na prognozy, gdyż tempo przekazywania mieszkań klientom przyjęliśmy na bardzo konserwatywnym poziomie. Z pozytywnych tendencji, jakie miały miejsce od czasu IPO, możemy wymienić zmianę planu zagospodarowania gruntu w Gdańsku przy ul. Jabłoniowej. Pierwotnie plany zagospodarowania przestrzeni zakładały możliwość wybudowania na gruncie 160 tys. PUM, obecnie jest to aż 250 tys. Zmiana planów zagospodarowania może pozwolić na dodatkowy zysk z wyceny gruntu w 2011 roku. Dostrzegamy szereg atutów spółki na tle konkurencji, m.in. bardzo dobrze przygotowany program inwestycyjny i atrakcyjną ofertę mieszkaniową. Cena docelowa 2,59 PLN na akcję implikuje potencjał wzrostu kursu spółki o prawie 40%. Rekomendujemy kupno walorów Robyga. Zwracamy uwagę na bardzo atrakcyjne P/E 2012 = 4,7.

Wywiad z szefem Rady Nadzorczej Robyga

Cel sprzedaży mieszkań na rok 2011 to około 1 tys. sprzedanych lokali. W zwiększeniu sprzedaży ma pomóc poszerzająca się oferta, szczególnie na rynku gdańskim. W ofercie spółki na koniec grudnia znajdowało się 800 lokali, w 2011 roku oferta powiększy się o co najmniej 600 mieszkań. Cały czas prowadzone są negocjacje w sprawie nabycia nowych gruntów w Warszawie, na Bemowie, Mokotowie, Saskiej Kępie, Wilanowie. Na kupionych gruntach spółka będzie w stanie zbudować około 2 tys. lokali. Negocjacje nie są jednak łatwe. Część sprzedających oczekuje wysokich cen, jeszcze z czasów hossy. Niektórzy urealniali jednak swoje oczekiwania. Spółka liczy na podpisanie pierwszych umów nabycia gruntów jeszcze w Q1 2011. Jeszcze nie zapadła decyzja o wielkości dywidendy za rok 2010. Ceny mieszkań w 2011 roku nie wzrosną, a jeśli już, to o 2-3%.

Handel

Alma Market

Szacunkowe wyniki za 2010

Alma Market spodziewa się w 2010 zysku, w 2011 liczy na dwucyfrową dynamikę wzrostu przychodów LFL. Planowane jest otwarcie 4-5 sklepów delikatesowych Alma, około 10 sklepów Krakowski Kredens i dwóch sklepów sieci Paradise Group. Nakłady inwestycyjne dla delikatesów wyniosą 18-22 mln PLN. Alma zanotowała wzrost sprzedaży o kilkanaście proc., Krakowski Kredens ponad 20% wzrost sprzedaży, a przychody Krakchemii zwiększyły się o około połowę. Paradise Group odnotował blisko 30% wzrost sprzedaży w 4Q, a dodatkowo ok. 10% wzrost marży. W styczniu Alma miała ok. 10% wzrost sprzedaży, Krakchemia znacznie więcej, Krakowski Kredens wzrósł ok. 20%. Spółka rozważa wprowadzenie Krakowskiego Kredensu na NewConnect albo GPW, do debiutu może dojść jeszcze w 2011. Pod koniec 2011 spółka będzie decydować o sposobie wyjścia z Krakchemii. Nie jest zainteresowana przejęciem Bomi.

AmRest

Plan zakupu Restauravii

Restauravia, to 130 restauracji w Hiszpanii (w tym, 30 lokalizacji KFC). Restauravia jest właścicielem marek restauracji Tagliatella. Spółka w 2010 roku osiągnęła sprzedaż w wysokości około 100 mln EUR i znormalizowaną EBITDA 23,9 mln EUR. Transakcja zostanie sfinalizowana do 29.04.2011. Wartość EV spółki Restauravia wynosi 198 mln EUR. Transakcja będzie sfinansowana inwestycją kapitałową AmRest w kwocie 90 mln EUR, objęciem udziałów wartych 28 mln EUR przez menedżerów oraz zewnętrznym długiem bankowym. Szacowany dług netto spółki wynosi 32 mln EUR. Spółka nie rezygnuje z dotychczasowych planów rozwoju organicznego, czyli otwarcia około 100 placówek w 2011. Na ten cel ma być przeznaczonych około 300 mln PLN. Na koniec 3Q 2010 dług netto (DN) AmRestu wynosił 132 mln PLN. Restauravia zostanie nabyta po zbliżonych wskaźnikach wyceny AmRestu, EV/EBITDA około 7,4x. Po uwzględnieniu w/w planów inwestycyjnych DN/EBITDA 2011 AmRestu wzrośnie z około 0,6x do 3,3x na danych pro forma.

Dzięki przejęciu hiszpańskiej Restauravii i wzrostowi organicznemu przychody AmRestu mogą wzrosnąć o 20% r/r, poprawi się też rentowność. Marża EBITDA może dojść do 10%. Priorytetem dla spółki będzie wzrost organiczny w Europie Środkowo-Wschodniej oraz rozwój i integracja Restauravii. Spółka ocenia, że inwestycja w Restauravia może się zwrócić w ciągu 3-4 lat. Restauravia zamierza rozwijać sieć restauracji z kuchnią włoską La Tagliatella we Francji, a w przyszłości także w innych krajach, m.in. Rosji i Polsce. Spółka w swoim planie założyła podwojenie wielkości biznesu w ciągu 5 lat. AmRest podtrzymuje plan otwarcia w tym roku 100 nowych restauracji.

Bomi

Wyniki sprzedaży za 2010

W 4Q 2010 skonsolidowane przychody ze sprzedaży towarów (z wyłączeniem przychodów ze sprzedaży usług) wyniosły 370 mln PLN i były wyższe o 4,4% r/r (355 mln PLN). Przychody towarowe w 4Q 2010 w podziale na segmenty wyniosły: segment detaliczny - 202 mln PLN, wzrost o 1,0% r/r (200 mln PLN), segment dystrybucyjny wraz z franczyzą - 198 mln PLN, wzrost o 17,4% r/r (168 mln PLN). W 2010 roku skonsolidowane przychody ze sprzedaży towarów wyniosły 1 296 mln PLN i były niższe o 2,0% r/r (1 322 mln PLN). Przychody towarowe całego roku 2010 w podziale na segmenty wyniosły: segment detaliczny - 740 mln PLN, spadek o 2,0% r/r (754 mln PLN), segment dystrybucyjny wraz z franczyzą - 666 mln PLN, wzrost o 4,6% r/r (637 mln PLN).

Akwizycje i IPO

Spółka jeszcze w 1H 2011 ma kupić przedsiębiorstwo dystrybucyjne z Warszawy. Do drugiej transakcji tego typu ma dojść jeszcze w 2011. Rabat Serwis ma do końca 6.2011 wejść na NewConnect. Podwyższy kapitał o 5%, oczekuje 10-20 mln PLN wpływów.

Bytom

Zmiana prognoz i wyniki 4Q 2010

Zarząd zmienił prognozę wyników skonsolidowanych na jednostkowe. Odwołanie prognozy wynika ze zmiany metody wyceny aktywów spółki Intermoda Fashion S.A. W związku ze złożeniem wniosku o upadłość aktywa Intermoda Fashion S.A. zostały wycenione na koniec 2010 w wartości nie wyższej niż wartość odzyskiwalna, która jest znacznie niższa niż ich wartość bilansowa. Wycena ta wpłynie w sposób negatywnie istotny na wynik Spółki Intermoda

Fashion S.A. oraz na wynik skonsolidowany. Prognoza jednostkowa, to: 57 mln PLN przychodów i 27 mln PLN straty netto. Skonsolidowane: 74 mln PLN sprzedaży i 31 mln PLN straty netto. Zarząd podtrzymuje prognozy wyników na lata 2011-2014. Ostatecznie wynik netto za 4Q 2010 wyniósł -8,1 mln PLN, za 2010 -30,4 mln PLN.

Delko

Zmiana prognoz i wyniki 4Q 2010

Delko podał nowe prognozy finansowe. Przychody z 479,1 mln PLN mają wynieść 505,8 mln PLN, wynik brutto z 10,5 mln PLN został obniżony na 8,0 mln PLN. Wyniki raportowane wyniosły 503 mln PLN sprzedaży, 8,0 mln PLN zysku brutto na sprzedaży i 6,3 mln PLN zysku netto (spadek 16% r/r).

Empik

Wyniki 4Q

Sprzedaż NFI Empik w 2010 wzrosła o około 7%. Spółka przewiduje, że dzięki otwarciu nowych 100 sklepów (liczba otwarć zbliżona do 2010) zwiększa sprzedaż w 2011 roku znacznie przekroczy 10%. Konsolidacja Merlina ma dodać około 100 mln PLN sprzedaży. W 2011 spółka planuje trzy akwizycje. Na przejęcia ma 100-120 mln PLN. EMF prowadzi rozmowy dotyczące akwizycji w segmencie modowym (chodzi o markę własną) w Polsce oraz w segmencie dziecięcym za granicą. Spółka chce otworzyć w 2011 kilka szkół językowych w Turcji i twierdzi, że ten kraj jest również ciekawy jeśli chodzi o akwizycje. Więcej otwarć będzie poza Polską, głównie w Rosji. Powodem tego jest szybszy zwrot z inwestycji poza Polską, oraz mała podaż powierzchni handlowej w kraju. Spółka w 2011 spodziewa się pozytywnych i zbliżonych do 2010 LFL. Dynamika LFL w 4Q 2010 była zbliżona do zera. W 4Q 2010 oraz w całym 2010 roku przychody wzrosły o około 7% do 3 mld PLN. Empik w 4Q 2010 odnotował wzrost marży brutto z 38% do ponad 42%. Wzrost EBITDA w 4Q 2010 wyniósł ok. 4%.

Merlin wraca do rozmów z inwestorami

Po negatywnej decyzji UOKiK w sprawie przejęcia Merlina przez Empik, sklep internetowy Merlin powrócił do rozmów z inwestorami, którzy wcześniej wyrażali zainteresowanie tą spółką. Merlin.pl miał w 2010 roku 111,4 mln PLN przychodów, wynik EBITDA wyniósł 3 mln PLN.

Nowe sklepy, akwizycje i odwołanie od decyzji UOKiK

Spółka wyda w 2011 około 188 mln PLN na nowe sklepy (115 lokalizacji), kanał internetowy i inwestycje odtworzeniowe. Planowane są akwizycje. Empik zamierza odwołać się od decyzji UOKiK w sprawie przejęcia Merlina.

Dywidenda

Wg Macieja Dyjas (Prezes Eastbridge, akcjonariusza EMF) Empik prawdopodobnie wypłaci dywidendę z zysku za 2010 w styczniu 2012. Wypłata na poziomie takim jak z zysku za 2009 rok, czyli 0,19 PLN na akcję jest możliwa.

Gino Rossi

Sprzedaż Simple na finiszu

Prognoza zysku netto 2010 została zrealizowana. Due diligence Simple trwa. Zarząd twierdzi, że jeśli Simple nie zostanie sprzedana, to zostanie przeprowadzone IPO. Decyzje o wykorzystaniu gotówki na akwizycje spółka będzie konsultowała z akcjonariuszami. W 2011-2012 spółka zamknie 11-12 najmniej rentownych sklepów Gino Rossi i otworzy 10 nowych. Zarząd Gino Rossi zapowiadał, że albo Simple zostanie sprzedane albo wprowadzone na GPW. Po sprzedaży Simple, za którą Gino Rossi może uzyskać 85-100 mln PLN będzie przeprowadzona akwizycja/fuzja oraz prawdopodobnie skup akcji. W przypadku IPO Simple będzie chciało pozyskać 25-50 mln PLN z rynku.

Wyniki 4Q 2010

Spółka osiągnęła w 4Q 2010 47,6 mln PLN sprzedaży (płasko r/r), 25,9 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (wzrost 25% r/r). Niższe r/r koszty sprzedaży i ogólnego zarządu (-4%) pozwoliły na osiągnięcie ponad 12x wyższego wyniku na sprzedaży r/r. Saldo pozostałej działalności operacyjnej było dodatnie i powiększyło wynik operacyjny o 1,4 mln PLN wobec straty 11,39 mln PLN w 4Q 2009. Saldo działalności finansowej było ujemne -5,8 mln PLN wobec -2,7 mln PLN w 4Q 2009. Ostatecznie spółka osiągnęła 1,95 mln PLN zysku netto wobec 14,3 mln PLN straty w 4Q 2009. W całym 2010 Gino Rossi miało 6,8 mln PLN skonsolidowanego wyniku netto wobec 25 mln PLN straty w 2009. Wyniki są lepsze od prognoz Zarządu. Pozostała działalność operacyjna dodaje do wyniku jednak że są to głównie odzyskane należności (3,5 mln PLN) oraz wyprzedane zapasy, które wcześniej zostały odpisane w koszty (4,9 mln PLN). Wysokie koszty finansowe zawierają różnice kursowe od kredytu zaciągniętego w CHF. Wygenerowane

operacyjne przepływy pieniężne spółka wydała na spłatę kredytów i ostatecznie dług netto na koniec 2010 wyniósł 37,5 mln PLN, spadek o 9% r/r (1,8x EBITDA 2010 lub 2,14x skorygowana EBITDA). Wyniki oceniamy pozytywnie. Są one rezultatem przeprowadzonej w spółce restrukturyzacji sieci sprzedaży. Zamknięcie nierentownych lokalizacji pozwoliło na zwiększenie średniej sprzedaży na sklep, rentowności brutto na sprzedaży (wzrost w 2010 o 4,4 pp.) i na spadek kosztów stałych (czynsze itp.).

Intersport

Wstępne wyniki 2010

Wg wstępnych szacunków spółka osiągnęła w 2010 przychód netto ze sprzedaży towarów i usług w wysokości 232,4 mln PLN, zysk netto na poziomie 1,1 mln PLN. Wyższy niż prognozowany wynik netto jest efektem poprawy w grudniu 2010 marży procentowej ze sprzedaży. Prognoza zarządu z 23.12.2010 to 231 mln PLN przychodów i 0,8 mln PLN zysku netto (prognoza odwoływała wcześniejsze szacunki przychodów na poziomie 238 mln PLN i wyniku netto na poziomie 3,8 mln PLN).

Prima Moda

Wyniki 4Q 2010

Spółka w 4Q 2010 miała 15,3 mln PLN sprzedaży w 4Q 2010 wzrost 11% r/r, 1,9 mln PLN zysku operacyjnego (188% r/r) i 1,9 mln PLN zysku netto. W wynikach pomogła wyższa marża brutto na sprzedaży r/r (57% w 4Q 2010 wobec 54% w 4Q 2009), płaskie koszty sprzedaży i ogólnego zarządu i dodatnio kontrybuujący do wyniku netto podatek. W całym 2010 spółka miała 1,1 mln PLN zysku netto wobec 2,1 mln PLN straty w 2009. Wyniki finansowe dobre, słabe przepływy operacyjne, głównie przez znaczny spadek zobowiązań handlowych.

Protektor

Szacunkowe wyniki za 2010 i plany 2011

Spółka chce zwiększyć przychody o 10-15% i wynik netto o 20-30% w 2011. W 2010 spółka miała 160,25 mln PLN sprzedaży i 6,61 mln PLN zysku netto. Wzrost ma przynieść rynek niemiecki i polski. W 1H 2011 ma zapaść decyzja o wejściu do Indii. Protektor rozmawia też o przejęciu spółki w Niemczech, o obrotach 35 mln EUR.

Redan

Wyniki 4Q 2010

W sumie gdyby nie udziały w jednostce stowarzyszonej wynik netto 2010 byłby o 1,0 mln PLN, czyli około 17% wyższy r/r. Zwracamy uwagę na: (i) utrzymanie marży brutto na sprzedaży na zbliżonym poziomie r/r, co oceniamy bardzo pozytywnie. Inni detaliści pokazali już w wynikach 3-4Q 2010 negatywny wpływ cen surowców i relacji USDPLN na rentowność brutto, (ii) dodatnią dynamikę sprzedaży na sklepach porównywalnych (znaczący udział w dodatnich LFL miała zmiana asortymentu w sklepach z segmentu modowego), (iii) niskie zadłużenie netto spółki na poziomie 0,2x EBITDA. Ostatecznie wyniki 4Q 2010 oceniamy pozytywnie, naszym zdaniem prognoza zarządu na 2011: 415 mln PLN przychodów i 14 mln PLN zysku netto jest ambitna ale wykonalna (bez uwzględniania ewentualnego dalszego negatywnego wpływu jednostki stowarzyszonej Top Mark na wyniki).

Przychody: Spółka zaraportowała w 4Q 2010 sprzedaż wyższą 18% r/r na co w zbliżonym stopniu wpływał wzrost segmentu dyskontowego i modowego. W całym 2010 roku sprzedaż wzrosła o 10% r/r do czego przyczynił się głównie segment dyskontowy. W zwiększeniu sprzedaży w sklepach porównywalnych pomogła zmiana koncepcji sklepów: z jednobrandowych Top Secret zrobiono multibrandowe Top Secret&Friends (kolekcja została zwiększona m.in. o asortyment marki Troll), czyli zwiększony został asortyment przy niewielkim wzroście sieci, co przełożyło się na wzrost sprzedaży na m2 powierzchni. W całym roku sprzedaż w salonach porównywalnych zwiększyła się w segmencie dyskontowym o 3%, w segmencie modowym o 8% (w tym w 2010 w sklepach w nowym koncepcie multibrandowym o 19%).

Wynik operacyjny: W 4Q 2010 marża brutto na sprzedaży była zbliżona r/r (47,9% w 4Q 2010 vs. 47,6% w 4Q 2009) i była ona zbliżona na obu segmentach działalności. W całym 2010 roku wyższa rentowność w segmencie modowym r/r przyczyniła się do wyższej marży brutto w grupie. Pozytywnie oceniamy raportowaną porównywalną r/r rentowność brutto na sprzedaży ponieważ już w 4Q 2010 spółki z branży generowały niższe marże wynikające z droższych zakupów i niesprzyjającego USDPLN.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu w całym 2010 zwiększyły się o 4% w porównaniu z 10% wzrostem sprzedaży i za wzrost ten odpowiadał segment dyskontowy. Pozostała działalność operacyjna w 2010 roku obniżyła wynik operacyjny o 1,9 mln PLN w porównaniu do ujemnego salda 16,5 mln PLN w 2009 (koszty związane z likwidowanymi obszarami działalności).

W bardziej szczegółowym podziale na segmenty: dodatni wynik operacyjny wygenerowały

sklepy dyskontowe i segment modowy poza granicami kraju. Mimo straty na sklepach modowych w Polsce pozytywne jest zmniejszenie straty na sprzedaży z -13,3 mln PLN w 2009 do -3,8 mln PLN w 2010.

Wynik netto za cały 2010 byłby 1,0 mln PLN wyższy gdyby nie strata w jednostce stowarzyszonej, w której Redan posiada 33% udziałów. Ostatecznie spółka wykonała prognozę wyników finansowych. W sumie w 2010 spółka wygenerowała 10 mln PLN operacyjnych przepływów gotówkowych. Dług netto/EBITDA na koniec 2010 kształtował się na poziomie 0,2x. W 2011 spółka zamierza zwiększyć sieć sklepów dyskontowych do 267 i utrzymać marżę handlową na poziomie z 2010. Planowane jest wygenerowanie dodatniego wyniku na segmencie modowym. W sumie w 2011 Redan chce osiągnąć w 2011 roku sprzedaż na poziomie 415,8 mln PLN i wynik netto na poziomie 14 mln PLN. Uważamy te plany za realne.

Sfinks

Sfinks planuje ofertę prywatną dla banków i ofertę publiczną z prawem poboru

Sfinks planuje emisję do 7,4 mln akcji serii I w ramach oferty prywatnej z wyłączeniem prawa poboru, skierowaną dla banków wierzycieli spółki oraz ofertę publiczną do 14.889.406 akcji serii J z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Cena emisyjna akcji serii I i J ma wynieść 5,65 PLN.

Spółka zawarła aneksy do umów z bankami ING, PKO i Raiffeisen. Płatności rat kapitałowo-odsetkowych przypadających na koniec 10.2010, 11.2010, 12.2010, 01.2011 i 02.2011 uległy odroczeniu do dnia 31.03.2011.

Silvano Fashion Group

Wyniki za 4Q 2010

Sprzedaż za 4Q 2010 była wyższa 25% r/r, rentowność brutto na sprzedaży niższa o 6 pp. Spadek kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu o 17% pomógł w wygenerowaniu zysku operacyjnego na poziomie 3 147 tys. EUR, wobec straty -175 tys. EUR w 4Q 2009. Wynik netto na poziomie 2 948 tys. EUR był ponad 4x wyższy r/r. W całym 2010 sprzedaż była 26% wyższa r/r. Wynik operacyjny i netto wyniosły odpowiednio 17 658 tys. EUR i 15 064 tys. EUR wobec 3 863 tys. EUR i -912 tys. EUR rok wcześniej. Wynik przypadający na akcjonariuszy większościowych wyniósł 12 240 tys. EUR wobec -2 468 tys. EUR straty rok wcześniej. Dług netto na koniec 2010 wyniósł -21 468 tys. EUR.

Wojas

Szacunkowe wyniki za 2010 i plany 2011

Spółka ze względu na wyższą sprzedaż w 11-12.2010 dokonała korekty prognozy na 2010. Szacunkowe przychody wyniosą 129 mln PLN, EBITDA 9,7 mln PLN, zysk netto 4,5 mln PLN. Do 04.2011 ma zostać przedstawiona prognoza na 2011, oraz strategia 2011-2013. Celem na 2011 jest wzrost przychodów o 15-20% (do 148-155 mln PLN). Kwestia większego zaangażowania lub wyjścia z inwestycji w Gino Rossi wyjaśni się w tym roku. Zarząd ma dwa pomysły na ewentualne fuzje. Wojas chce zwiększyć produkcję obuwia o 20%, liczy na zwycięstwo w kilku zadaniach w przetargu ogłoszonym przez Agencję Mienia Wojskowego. W 2011 spółka otworzy 15 nowych sklepów i wyda na to 2,5-3 mln PLN. Spółka nie wyklucza rozwoju poprzez franczyzę na rynkach wschodnich i na rynku czeskim.

**Emperia Holding (Zawieszona)**

Cena bieżąca: 114,5 PLN

Cena docelowa: -

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-10-05

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	5 257,1	5 916,6	12,5%	6 051,6	2,3%	6 462,5	6,8%	Liczba akcji (mln)	15,1
EBITDA	148,9	203,5	36,6%	187,2	-8,0%	213,2	13,9%	MC (cena bieżąca)	1 730,7
marża EBITDA	2,8%	3,4%		3,1%		3,3%		EV (cena bieżąca)	2 091,4
EBIT	96,0	135,1	40,7%	112,5	-16,7%	124,4	10,6%	Free float	76,4%
Zysk netto	59,0	95,4	61,8%	77,1	-19,2%	85,6	11,0%		
P/E	29,3	18,1		22,4		20,2		Zmiana ceny: 1m	8,1%
P/CE	15,5	10,6		11,4		9,9		Zmiana ceny: 6m	37,5%
P/BV	2,3	2,2		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	50,9%
EV/EBITDA	13,4	10,1		11,2		9,9		Max (52 tyg.)	114,5
Dyid (%)	0,8	0,5		0,6		0,7		Min (52 tyg.)	75,5



Wyniki Emperii za 4Q 2010 były powyżej konsensusu rynkowego (odchylenie 22%) i powyżej wcześniejszych prognoz zarządu odwołanych po ogłoszeniu sprzedaży części dystrybucyjnej. Wyjątkowo dobre po raz drugi podobnie jak po wynikach 3Q 2010 były operacyjne przepływy gotówkowe. Spółka pod koniec marca ma przedstawić strategię rozwoju na kolejne lata. Zarząd na łamach prasy zapowiadał już, że akcje otrzymane od Eurocashu za segment dystrybucyjny będą wydane akcjonariuszom w formie dywidendy niepieniężnej.

Wyniki 4Q 2010 powyżej konsensusu

Przychody w 4Q 2010 zwiększyły się o 7,4% r/r do 1 531,7 mln PLN. Rentowność brutto na sprzedaży w 4Q była nieznacznie niższa r/r i wyniosła 16,3% wobec 16,6% w 4Q 2009. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były na zbliżonym poziomie r/r, co pozwoliło na wygenerowanie wyniku na sprzedaży 45,8 mln PLN (wzrost o 44,8% r/r). Dodatkowo saldo pozostałej działalności operacyjnej (3,5 mln PLN) i niższe niż w 4Q 2009 koszty finansowe (-3,8 mln PLN wobec -4,1 mln PLN w 4Q 2009) pozwoliły na wygenerowanie wyższego o 100% r/r wyniku brutto. Ostatecznie dzięki niższej efektywnej stopie podatkowej r/r (21,1% wobec 25,2% w 4Q 2009) spółka raportowała wynik netto 36,1 mln PLN (wzrost 110% r/r). W całym 2010 Emperia miała 135,1 mln PLN zysku operacyjnego (wzrost 19,3% r/r) i zysku netto 95,4 mln PLN (wzrost 37,6% r/r). Spółka wyjaśnia osiągnięcie wyników efektem skali w segmencie dystrybucji (dojrzewanie centrów dystrybucyjnych). Niższa marża brutto na sprzedaży to z kolei wynik presji cenowej wywieranej przez konkurentów (w detalu i dystrybucji) oraz wynik słabych warunków atmosferycznych w 4Q 2010, co utrudniało realizowanie aktywnej sprzedaży w dystrybucji.

Spółka wygenerowała bardzo dobry poziom przepływów operacyjnych 277 mln PLN wobec 101 mln PLN w 2009. Wysoki jak na spółkę poziom przepływów gotówkowych wynikał głównie ze zmiany zobowiązań i pozwolił na zmniejszenie długu netto o ponad 16% r/r.

Skup akcji

Spółka w ramach programu skupu nabyła 5 385 akcji po cenie 102,20 PLN za akcję. Od dnia rozpoczęcia programu skupu akcji własnych, spółka nabyła 180 558 akcji dających prawo do 180 558 (1,195%) głosów i stanowiących 1,195% kapitału zakładowego i wydała na to około 18,2 mln PLN.

Emisja od Eurocash

Eurocash zdecydował o emisji z wyłączeniem prawa poboru do 21,26 mln akcji dla Emperii Holding. Emisja przeznaczona jest dla Emperii w zamian za udziały w części spółek z grupy kapitałowej Emperii. Cena emisyjna akcji serii K wynosi 22,21 PLN. Emperia obejmie 21,3 mln lub 13,8 mln akcji.



Eurocash (Kupuj)

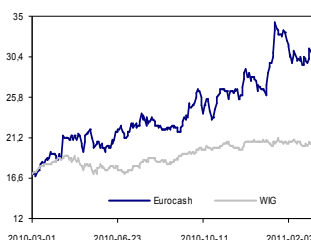
Cena bieżąca: 30,6 PLN

Cena docelowa: 37,4 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-04

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	6 698,3	7 791,8	16,3%	13 895,0	78,3%	15 455,3	11,2%	Liczba akcji (mln)	147,6
EBITDA	194,5	230,7	18,6%	411,0	78,2%	521,5	26,9%	MC (cena bieżąca)	4 517,1
marża EBITDA	2,9%	3,0%		3,0%		3,4%		EV (cena bieżąca)	5 009,2
EBIT	145,2	170,5	17,4%	319,6	87,5%	422,4	32,2%	Free float	48,5%
Zysk netto	102,5	128,5	25,3%	202,0	57,2%	287,8	42,5%		
P/E	40,2	32,5		22,4		16,9		Zmiana ceny: 1m	-2,8%
P/CE	27,1	22,1		15,4		12,6		Zmiana ceny: 6m	37,3%
P/BV	11,2	9,1		4,2		3,8		Zmiana ceny: 12m	81,1%
EV/EBITDA	20,4	18,6		12,2		9,7		Max (52 tyg.)	34,4
Dyid (%)	1,0	1,2		1,5		2,1		Min (52 tyg.)	16,9



Wyniki Eurocashu były zgodne z oczekiwaniami, w wyniku pomogła niższa efektywna stopa podatku dochodowego i konsolidacja spółek dystrybucyjnych zakupionych od CEDC. Eurocash wygenerował dobry poziom operacyjnych przepływów gotówkowych, jedynym negatywnym aspektem w wynikach była słabsza niż zakładaliśmy sprzedaż spółek Premium Distributors. Spółka czeka na zgodę UOKiK na przejęcie części dystrybucyjnej Emperi i ta decyzja jest spodziewana do końca kwietnia 2011. Podtrzymujemy nasze prognozy, rekomendację kupuj z ceną docelową 37,4 PLN.

Wyniki 4Q 2010

Poprawę wyników sprzedaży w 4Q 2010 i w całym 2010 Eurocash zawdzięcza w większości konsolidacji spółek Premium Distributors przejętych od CEDC. Pozytywnie oceniamy wzrost sieci i sprzedaży w segmencie Cash&Carry (osiągnięty również dzięki przejęciu Batny) oraz poziom operacyjnych przepływów pieniężnych. Prognozowaliśmy wyższe przychody spółek Premium Distributors i tu spółka zaskoczyła nas negatywnie (minus 13% vs. prognozy). W sumie wyniki oceniamy jako dobre: (i) poza konsolidacją spółek przejętych od CEDC pomogła niższa efektywna stopa podatkowa (11,6% w 2010 vs. 20,2% w 2009), (ii) negatywnie na wynik wpływało saldo pozostałej działalności operacyjnej oraz wyższe koszty finansowe (odsetki od kredytu i od zobowiązań handlowych).

Sprzedaż wyższa głównie dzięki konsolidacji spółek przejętych od CEDC. Przychody Eurocash w 4Q 2010 były zgodne z naszymi oczekiwaniami i konsensusem rynkowym. Również zgodnie z oczekiwaniami na wzrost przychodów największy wpływ miała konsolidacja przejętych od CEDC spółek dystrybucyjnych Premium Distributors. Bez uwzględniania przychodów z grupy tych spółek sprzedaż w 4Q 2010 zwiększyłaby się r/r o 4,5%. W podziale na segmenty sprzedaż LFL w hurtowniach Cash&Carry wyniosła w 4Q 2010 0,3%. W segmentach: Delikatesy Centrum i Eurocash Dystrybucja nastąpiły przesunięcia w obsłudze sklepów między segmentami i ostatecznie wzrosła sprzedaż w segmencie Delikatesów (43%) i spadła w Eurocash dystrybucja (-70%). Oprócz zmian w alokacji sprzedaży między tymi segmentami Eurocash Dystrybucja zaraportował niższą sprzedaż przez zakończenie kontraktu obsługi stacji Orlen (kontrakt przejęty przez Tradis). Jedynym negatywnym dla nas zaskoczeniem jest niższa sprzedaż Premium Distributors od prognozowanej (-13%), nie możemy się tu jednak odnieść do danych porównywalnych a niższa sprzedaż może wynikać z innej niż założona przez nas sezonowości sprzedaży w segmencie dystrybucji alkoholi.

Sprzedaż LFL w 4Q 2010 w segmencie Cash&Carry wyniosła 0,3% w 4Q 2010, w segmencie Delikatesów 5,2%. Na koniec kwartału spółka operowała przez 129 hurtowni Cash&Carry (wobec 117 w 2009) oraz 561 Delikatesów Centrum (466 na koniec 2009).

Wyższa rentowność brutto na sprzedaży r/r (11,8% w 4Q 2010 vs. 11,2% w 4Q 2009) to również wpływ konsolidacji spółek Premium Distributors.

W 4Q 2010 wynik na poziomie operacyjnym był 25% wyższy r/r i 8% niższy od naszych prognoz. Różnica wynikała z salda na pozostałej działalności operacyjnej, które zmniejszyło EBIT o -8,2 mln PLN wobec prognozowanych -2,0 mln PLN. Naszym zdaniem większość z tych pozostałych kosztów związana jest z konsolidacją i reorganizacją spółek przejętych od CEDC. W sumie na wzrost wyniku operacyjnego największy wpływ miał segment hurtu tradycyjnego (17% z 25% wzrostu), aktywna dystrybucja dodała 6% z 25% wzrostu całego wyniku.

Efektywna stopa podatku dochodowego wyniosła w całym 2010 roku 12% ze względu na rozliczenie wartości aktywa z tytułu podatku odroczonego. Do rozliczenia w kolejnych latach pozostała kwota 41,4 mln PLN i liczymy, że będzie to rozliczone po około 10 mln PLN rocznie.

W całym 2010 spółka wygenerowała 215 mln PLN przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej wobec 198 mln PLN w 2009 i wobec prognozowanych przez nas 221 mln PLN. Wynik ten w rzeczywistości był niższy o 17 mln PLN (pomyłka kontrahenta), jednak sama zmiana kapitału obrotowego była zbliżona do naszych oczekiwań.



Zapowiedź dywidendy

Spółka ma przeznaczyć połowę skonsolidowanego wyniku netto na dywidendę. W prognozach zakładamy współczynnik wypłaty dywidendy na poziomie 52%.

Emisja dla Emperii

Eurocash zdecydował o emisji z wyłączeniem prawa poboru do 21,26 mln akcji dla Emperii Holding. Emisja przeznaczona jest dla Emperii w zamian za udziały w części spółek z grupy kapitałowej Emperii. Cena emisyjna akcji serii K wynosi 22,21 PLN. Emperia obejmie 21,3 mln lub 13,8 mln akcji.



LPP (Akumuluj)

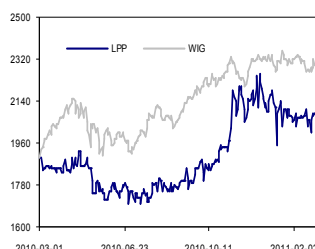
Cena bieżąca: 2090 PLN

Cena docelowa: 2300 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2010-12-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	2 003,1	2 080,0	3,8%	2 393,8	15,1%	2 756,4	15,1%	Liczba akcji (mIn)	1 800,0
EBITDA	277,4	296,6	6,9%	398,1	34,2%	448,5	12,7%	MC (cena bieżąca)	3 658,1
marża EBITDA	13,8%	14,3%		16,6%		16,3%		EV (cena bieżąca)	3 808,1
EBIT	181,3	202,1	11,5%	292,9	44,9%	340,0	16,1%	Free float	39,5%
Zysk netto	104,7	140,2	33,9%	217,4	55,1%	258,2	18,7%		
P/E	34,5	26,1		16,8		14,2		Zmiana ceny: 1m	2,0%
P/CE	18,0	15,6		11,3		10,0		Zmiana ceny: 6m	16,1%
P/BV	5,3	5,6		4,8		4,4		Zmiana ceny: 12m	13,6%
EV/EBITDA	13,8	13,2		9,6		8,4		Max (52 tyg.)	2 255,0
Dyid (%)	0,0	2,4		3,4		4,8		Min (52 tyg.)	1 700,0



LPP zaraportował wyniki zgodne z konsensem rynkowym i naszymi założeniami. Sprzedaż w sklepach porównywalnych była w 4Q 2010 dodatnia (1,7%) pierwszy raz od siedmiu kwartałów. Pozytywne jest to, że tendencje w sprzedaży utrzymują się na tym poziomie, co widać było w wynikach sprzedażowych za styczeń i luty. Negatywna jest utrzymująca się niższa rentowność brutto na sprzedaży w kolejnych miesiącach. Naszym zdaniem przy pozytywnych LFL zadziała w tym roku efekt dźwigni operacyjnej na zrestrukturyzowanej sieci sprzedaży a wyższe ceny zakupu da się częściowo przenieść na klientów. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z ceną docelową 2 300 PLN.

Sprzedaż za luty

Przychody ze sprzedaży osiągnięte w lutym wyniosły ok. 139 mln PLN i były wyższe r/r o 15%. Szacunkowa wartość marży brutto na sprzedaży wyniosła 47% i była niższa o ok. 3 pp. od zrealizowanej w lutym roku poprzedniego. Przychody w okresie styczeń - luty 2011 wyniosły 323 mln PLN i były wyższe o 14% r/r. Luty nie jest kluczowy dla całego roku, jednak utrzymują się pozytywne tendencje w sprzedaży. Wzrost przychodów jest realizowany na mniejszej sieci (bez marek Esotiq, Henderson). Na danych porównywalnych, bez uwzględniania sprzedaży bielizny przychody r/r wzrosłyby o około 19% r/r. Negatywne jest, że w dalszym ciągu utrzymuje się niższa rentowność r/r.

Wyniki 4Q 2010

Sprzedaż LPP zwiększyła się w 4Q 2010 o 16% r/r i była 2% wyższa od naszych prognoz i konsensusu rynkowego. Powierzchnia w 4Q zwiększyła się r/r o 13%, a średnia powierzchnia w 4Q 2010 o 15%. W sumie LFL w 4Q 2010 były dodatnie i wyniosły 1,7%. W całym 2010 sprzedaż wzrosła 4% r/r.

Wynik brutto na sprzedaży był zbliżony do naszych prognoz mimo około 1pp niższej rentowności brutto na sprzedaży (raportowane 58,8% wobec prognozowanych 59,7%). Suma kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu była zbliżona z naszymi prognozami i wzrosła o 13% r/r przy wzroście średniej powierzchni o 15%. W całym 2010 marża brutto na sprzedaży wyniosła 54,5% i była 1,7pp wyższa niż w 2009. Z wyłączeniem sprzedanych w grudniu marek Esotiq i Henderson marża brutto na sprzedaży w 2010 wyniosła 55,1%.

Saldo pozostałej działalności operacyjnej obniżyło wynik operacyjny o 2,5 mln PLN wobec prognozowanych -4 mln PLN. Zysk operacyjny w 4Q 2010 wyniósł 117,1 mln PLN i był 5% niższy r/r i 4% powyżej naszych prognoz. Na spadek wyniku operacyjnego r/r wpływała głównie niższa marża brutto na sprzedaży w 4Q 2010 wynikająca z mniej korzystnych cen zakupu sprzedanych towarów (gorsza relacja PLN/USD). W mniejszej mierze wpływały na to pozostałe koszty operacyjne związane ze sprzedażą marek Esotiq i Henderson.

Wzrost zysku netto wspomogła korzystna wartość różnic kursowych wykazanych w pozostałych przychodach finansowych. W sumie saldo działalności finansowej wyniosło -2,6 mln PLN wobec prognozowanych przez nas -5,0 mln PLN. Wyższy podatek dochodowy niż szacowaliśmy ostatecznie ukształtował wynik netto LPP za 4Q 2010 na poziomie prognozowanym. W całym 2010 wynik netto wyniósł 140,2 mln PLN i był 34% wyższy r/r.

W sumie w 2010 roku spółka wygenerowała dobry poziom 197,7 mln PLN przepływów z działalności operacyjnej, czyli mniej niż w 2009 jednak przepływy operacyjne w 2009 roku były rekordowe dzięki wyprzedzom zapasów (wtedy zapasy na m2 powierzchni zmniejszyły się o połowę).

Podsumowując wyniki oceniamy na dobre i zgodne z naszymi prognozami i konsensem rynkowym. Lepsze niż się spodziewaliśmy przepływy gotówkowe oceniamy pozytywnie.



NG2 (Akumuluj)

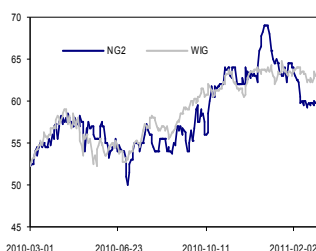
Cena bieżąca: 59,8 PLN

Cena docelowa: 63 PLN

Analitik: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-02-23

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	922,4	1 029,6	11,6%	1 213,3	17,8%	1 380,8	13,8%	Liczba akcji (mln)	38,4
EBITDA	126,5	154,9	22,5%	211,3	36,4%	252,3	19,4%	MC (cena bieżąca)	2 296,3
marża EBITDA	13,7%	15,0%		17,4%		18,3%		EV (cena bieżąca)	2 336,7
EBIT	108,2	133,5	23,5%	187,2	40,2%	222,5	18,8%	Free float	31,1%
Zysk netto	83,5	120,6	44,5%	146,7	21,7%	176,8	20,5%		
P/E	27,5	19,0		15,6		13,0		Zmiana ceny: 1m	-6,6%
P/CE	22,6	16,2		13,4		11,1		Zmiana ceny: 6m	5,1%
P/BV	6,7	5,3		4,5		3,9		Zmiana ceny: 12m	12,8%
EV/EBITDA	18,6	15,3		11,1		9,1		Max (52 tyg.)	68,9
Dyid (%)	1,7	1,7		2,9		4,2		Min (52 tyg.)	50,0



Główne zalety NG2 w stosunku do innych detalistów z branży, to: (i) brak konkurencji, (ii) pozycja lidera na rynku obuwiu w kraju oraz co za tym idzie (iii) możliwość przerzucania wyższych cen zakupu na ostatecznego klienta. To ostatnie jest szczególnie istotne w warunkach rosnących cen surowców i kosztów pracy w Chinach. Wady spółki w stosunku do reszty, to: (i) niskie generowane przepływy gotówkowe w stosunku do branży (ale są one dodatnie) oraz (ii) nasycenie krajowego rynku siecią sprzedaży spółki. Słabe tendencje w sprzedaży ze stycznia przeniosły się na luty, co jest wynikiem zatowarowania sklepów kolekcją wiosenną. Spółka już się przeceniła, wyniki 4Q 2010 były naszym zdaniem dobre, podtrzymujemy rekomendację akumuluj z ceną docelową 63,0 PLN.

Sprzedaż za luty

Skonsolidowane przychody za luty wyniosły 43,2 mln PLN i były niższe r/r o 8,9%. Przychody za okres styczeń - luty wyniosły 84,7 mln PLN i były r/r o 12,9%. Przychody ze sprzedaży detalicznej za miesiąc luty wyniosły 34,0 mln PLN i były niższe r/r o 12,6%, narastająco za okres styczeń - luty wyniosły 70,4 mln PLN i były niższe o 14,0% r/r. Spółka po podaniu słabych wyników sprzedaży za styczeń (-16% r/r) tłumaczyła słabą sprzedaż mniejszymi zapasami kolekcji zimowej (towary wiosenne na sklepach przy trwającej zimowej aurze), także słabe wyniki za luty były oczekiwane.

Wyniki 4Q 2010

CCC zaraportowało wyniki zbliżone do naszych prognoz i do konsensusu rynkowego. Wynik netto był o 4% niższych od naszych oczekiwań, na co znacząco wpłynęły pozostałe koszty operacyjne w kwocie 10,4 mln PLN. Wyniki oczyszczone z zawiązanymi rezerw i różnic kursowych byłyby około 4% wyższe od naszych prognoz.

Przychody ze sprzedaży były już znane. Marża brutto na sprzedaży była wyższa niż się spodziewaliśmy o 1,8 pp., co wynikało z wyższej rentowności w obu segmentach: detalicznym i hurtowym. Rentowność brutto na sprzedaży była jednak niższa r/r o 1,3 pp. głównie z powodu większej sprzedaży hurtowej w 4Q 2010 r/r. W całym 2010 marża brutto na sprzedaży była wyższa o 2,3 pp. w porównaniu z 2009, na co wpływ miała wyższa rentowność w segmencie detalicznym.

Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były w 4Q 2010 o 0,9% wyższe od naszych szacunków i 7,5% wyższe r/r. Dynamika tych kosztów była zbieżna ze wzrostem powierzchni własnej salonów sprzedaży. W całym 2010 roku koszty sprzedaży i ogólnego zarządu były wyższe o 11,4% r/r.

Na poziomie wyniku operacyjnego spółka wypracowała w 4Q 2010 dynamikę 19% r/r. Wynik operacyjny był 5% poniżej naszych szacunków, co wynikało głównie z utworzenia rezerw na przyszłe koszty oraz z różnic kursowych, które NG2 księguje w pozostałej działalności operacyjnej w kwocie w sumie 10,4 mln PLN (cała pozycja pozostałych kosztów operacyjnych). W całym 2010 saldo pozostałej działalności operacyjnej było ujemne i wynosiło 9,6 mln PLN w porównaniu do dodatniego salda 1,5 mln PLN w 2009.

Koszty finansowe, które powinny wynosić kwartalnie ponad 2 mln PLN były niższe i wynosiły tylko 0,5 mln PLN, co wynikało z zakwalifikowania części odsetek od kredytów w wartość przeprowadzanych inwestycji.

Operacyjne przepływy gotówkowe wyniosły w całym 2010 53,5 mln PLN wobec 124,67 mln PLN rok wcześniej. NG2 standardowo generuje przepływy gotówkowe na tym poziomie (około 35% EBITDA). To rok 2009 był rekordowy pod względem wygenerowanej gotówki operacyjnej, która wynikała ze zmian należności i zobowiązań. Nasza prognoza przepływów gotówkowych była wyższa o około 38 mln, które wynikały z ujęcia otrzymanych wpływów z dotacji, wpłynęło tylko 8 mln PLN, pozostałe środki przesuną się na 2011 rok.

W sumie spółka zakończyła 2010 rok z liczbą sklepów na poziomie 703 (wobec 702 prognozowanych) i powierzchni salonów własnych w kraju 125 tys. m², czyli 8,1% wyższą r/r.



Plany na 2011

Spółka chce w tym roku zwiększyć obroty do 1 200 mln PLN i zysk netto do 150 mln PLN. W 1Q 2011 zostanie otwarty pierwszy sklep w Moskwie. W całym 2011 będzie ich 4-5. Wydatki inwestycyjne mają wynieść około 60 mln PLN. Spółka wypłaci dywidendę w kwocie 1,5-2 PLN na akcję. Zgodnie z zapowiedziami zarządu z konferencji wynikowej sprzedaż LFL za luty jest na plusie. 1Q 2011 będzie zależał od sprzedaży w marcu, powinien być wynikowo zbliżony do zera. Spółka na ten rok zaopatrzy się w towar powyżej planów sprzedaży (20 mln par wobec 16 mln par sprzedanych w 2010). Nasze prognozy sprzedaży i wyniku netto na 2011 są zbliżone do zapowiedzi zarządu.



Vistula (Trzymaj)

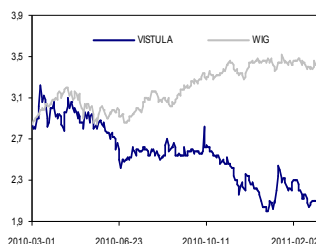
Cena bieżąca: 2,1 PLN

Cena docelowa: 2,1 PLN

Analityk: Gabriela Borowska

Data ostatniej aktualizacji: 2011-03-03

(mIn PLN)	2009	2010P	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	408,4	356,9	-12,6%	405,2	13,5%	471,5	16,4%	Liczba akcji (mln)	111,6
EBITDA	57,9	39,9	-31,0%	49,6	24,4%	63,5	27,9%	MC (cena bieżąca)	234,3
marża EBITDA	14,2%	11,2%		12,3%		13,5%		EV (cena bieżąca)	459,7
EBIT	40,2	24,0	-40,4%	34,1	42,2%	47,6	39,8%	Free float	40,5%
Zysk netto	16,9	2,0	-88,3%	10,3	424,4%	21,0	102,9%		
P/E	13,9	118,7		22,6		11,2		Zmiana ceny: 1m	-8,3%
P/CE	6,8	13,1		9,0		6,4		Zmiana ceny: 6m	-18,0%
P/BV	1,0	0,8		0,8		0,7		Zmiana ceny: 12m	-24,7%
EV/EBITDA	8,0	11,5		9,3		7,3		Max (52 tyg.)	3,2
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	2,0



Vistula raportuje wyniki za 2010 (w tym za 4Q 2010) pod koniec marca. Spodziewamy się, że wyniki będą słabe głównie z powodu problemów ze sprzedażą i rentownością segmentu jubilerskiego. Mimo obniżenia konsensusu rynkowego zysku netto na 2010 przy okazji prognoz kwartalnych oraz zapowiedzi Zarządu dotyczących ewentualnej emisji akcji wycena spółki utrzymuje się na stabilnym poziomie. Zapowiedzi przedstawicieli spółki dotyczące dwucyfrowego wyniku netto za 2011 są zgodne z naszymi szacunkami. Spodziewamy się, że w 2011 segment odzieżowy będzie sobie radził lepiej od salonów jubilerskich jednak potrzeba dofinansowania spółki jest coraz bardziej realna. Przy obecnej cenie rynkowej podnosimy naszą rekomendację z redukuj do trzymaj pozostawiając cenę docelową na niezmienionym poziomie 2,1 PLN.

Restrukturyzacja zadłużenia w 2H 2011, możliwa emisja akcji

W 2H 2011 akcjonariusze zdecydują o sposobie restrukturyzacji zadłużenia, niewykluczona jest emisja akcji w wysokości kilkudziesięciu mln PLN. Może to być też emisja obligacji, prolongata albo rolowanie kredytu. Szef Rady Nadzorczej poinformował, że w styczniu spółka miała dwucyfrowy wzrost na sprzedaży z metra w Vistuli, a sprzedaż i marże w Deni Cler są zadowalające. Gorzej jest w W.Kruk, grudzień był bardzo dobry, styczeń podobny r/r. Wysokie ceny złota to wyższe koszty i spadek popytu. Celem spółki na 2011 jest osiągnięcie dwucyfrowego zysku netto i dwucyfrowej dynamiki wzrostu przychodów. Spodziewamy się, że wyniki 4Q 2010 będą słabe właśnie przez gorszą niż zakładaliśmy sprzedaż i marże w segmencie jubilerskim. Vistula ma do spłaty w 2011 50 mln PLN z obligacji wyemitowanych w 4Q 2010, ponad 15 mln PLN kredytu, do lutego 2012 musi spłacić dodatkowe około 65 mln PLN kredytu. Do tego dochodzą wydatki inwestycyjne i związane z zaopatrywaniem sklepów. Dlatego restrukturyzacja zadłużenia spółki jest nieunikniona.



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Spółek, dla których dokonano zmiany zaleceń inwestycyjnych w Przeglądzie Miesięcznym:

Centrum Klima

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-08-04	2010-09-03	2010-10-20	2010-12-03	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	13,58	14,83	14,25	16,50	16,00
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	42704,39	45289,74	46481,15	47457,37

Ciech

rekomendacja	Kupuj
data wydania	2010-08-23
kurs z dnia rekomendacji	28,27
WIG w dniu rekomendacji	42202,91

Cinema City

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-07-16	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	39,00	42,35
WIG w dniu rekomendacji	41298,45	47457,37

Elektrobudowa

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-09-03	2010-12-03	2011-02-08
kurs z dnia rekomendacji	186,00	161,00	168,40
WIG w dniu rekomendacji	42704,39	46481,15	47933,80

Enea

rekomendacja	Akumuluj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2010-09-03	2010-09-13	2010-12-03
kurs z dnia rekomendacji	20,10	20,50	23,50
WIG w dniu rekomendacji	42704,39	43671,28	46481,15

Getin

rekomendacja	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-09-15	2011-01-17
kurs z dnia rekomendacji	10,11	11,75
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47258,66

Millennium

rekomendacja	Zawieszona	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-08-04	2010-09-15	2010-10-05	2011-01-18	2011-02-03
kurs z dnia rekomendacji	4,68	4,73	5,00	4,90	5,23
WIG w dniu rekomendacji	43412,75	44147,39	45542,07	47457,37	47559,15

Mondi

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2010-08-13	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	67,90	73,70
WIG w dniu rekomendacji	40931,54	42332,46

Pekao

rekomendacja	Redukuj	Sprzedaj	Redukuj
data wydania	2010-09-15	2010-11-05	2011-01-18
kurs z dnia rekomendacji	159,50	190,00	170,00
WIG w dniu rekomendacji	44147,39	47066,40	47457,37

Polimex Mostostal

rekomendacja	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2010-07-30	2010-09-03	2010-11-15	2011-01-18	2011-02-23
kurs z dnia rekomendacji	4,74	4,44	4,27	3,86	3,33
WIG w dniu rekomendacji	42616,78	42704,39	47493,93	47457,37	46548,27

Ulma

rekomendacja	Akumuluj	Akumuluj	Trzymaj	Akumuluj
data wydania	2010-07-05	2010-09-22	2010-11-05	2011-02-04
kurs z dnia rekomendacji	73,00	75,00	83,80	78,00
WIG w dniu rekomendacji	39805,41	44848,46	47066,40	47559,15

Vistula

rekomendacja	Redukuj
data wydania	2010-12-14
kurs z dnia rekomendacji	1,86
WIG w dniu rekomendacji	47075,74

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA.

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal, Robyg, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, KGHM, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Neuca, PA Nova, Pekao, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, Robyg, TP SA, TVN, Unibep.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Action, Agora, Ambra, Bakalland, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Enea, Energoaparatura, Energomontaż Pólnoc, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, Getin Noble Bank, GTC, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Koelner, Komputerik, Kredyt Bank, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mondi, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pekao, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokołów, Sygnity, Techmex, Unibep, ZA Puławy, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PA Nova, PGE, Robyg, ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Niniejszy Przegląd Miesięczny zawiera tylko i wyłącznie informacje uprzednio już opublikowane przez DI BRE Banku S.A. i stanowi jedynie ich zbiorcze i niezmienione udostępnienie. Informacje, w tym rekomendacje, o których mowa w Przeglądzie Miesięcznym zostały zamieszczone w oddzielnych raportach, których daty wydania znajdują się na stronie 10 Przeglądu Miesięcznego. Zestawienie zmian rekomendacji, dokonanych w Przeglądzie Miesięcznym, znajduje się na stronie 11 niniejszego opracowania.

W związku z powyższym - w ocenie DI BRE Banku S.A. - Przegląd Miesięczny nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.



Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.